



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## Transbank S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:  
Patricio Del Basto.  
Paula Acuña L.  
Aldo Reyes D.  
patricio.delbasto@humphreys.cl  
paula.acuna@humphreys.cl  
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA  
Agosto 2024

| Categoría de riesgo    |                               |
|------------------------|-------------------------------|
| Tipo de instrumento    | Categoría                     |
| Línea de bonos y bonos | AA                            |
| Tendencia              | En Observación                |
| EEFF base              | 30 de junio 2024 <sup>1</sup> |

| Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda |                        |
|-----------------------------------------------------|------------------------|
| Línea de bonos                                      | Nº 1.110 de 08.08.2022 |
| Bonos serie A (BTRBK-A)                             | Primera emisión        |
| Bonos serie B (BTRBK-B)                             | Primera emisión        |
| Bonos serie C (BTRBK-C)                             | Primera emisión        |
| Bonos serie D (BTRBK-D)                             | Primera emisión        |

| Estado de resultados consolidado IFRS   |               |                |                |               |               |              |
|-----------------------------------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|--------------|
| MM \$                                   | 2019          | 2020           | 2021           | 2022          | 2023          | jun-24       |
| Ingresos operacionales                  | 217.696       | 461.386        | 820.780        | 956.875       | 951.456       | 430.886      |
| Gastos operacionales                    | -130.948      | -415.701       | -754.306       | -826.296      | -809.972      | -354.857     |
| Gastos de administración                | -47.591       | -42.038        | -45.499        | -54.743       | -55.013       | -28.334      |
| <b>Utilidad (pérdida del ejercicio)</b> | <b>13.401</b> | <b>-16.670</b> | <b>-12.439</b> | <b>26.245</b> | <b>26.814</b> | <b>4.158</b> |
| EBITDA                                  | 39.157        | 3.647          | 20.975         | 75.836        | 86.471        | 47.695       |

| Estado de situación financiera consolidado IFRS |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
|-------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| MM \$                                           | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             | 2023             | jun-24           |
| Activos corrientes                              | 1.118.388        | 893.293          | 1.197.305        | 1.357.337        | 1.362.961        | 1.268.860        |
| Activos no corrientes                           | 99.060           | 112.844          | 120.282          | 139.807          | 164.519          | 164.156          |
| <b>Total de activos</b>                         | <b>1.217.448</b> | <b>1.006.137</b> | <b>1.317.587</b> | <b>1.497.144</b> | <b>1.527.480</b> | <b>1.433.016</b> |
| Pasivos corrientes                              | 1.130.800        | 937.137          | 1.230.001        | 1.383.623        | 1.355.563        | 1.268.683        |
| Pasivos no corrientes                           | 3.981            | 1.663            | 2.688            | 3.759            | 36.641           | 22.218           |
| <b>Total de pasivo</b>                          | <b>1.134.781</b> | <b>938.800</b>   | <b>1.232.689</b> | <b>1.387.382</b> | <b>1.392.204</b> | <b>1.290.901</b> |
| Patrimonio total                                | 82.667           | 67.337           | 84.898           | 109.762          | 135.276          | 142.115          |
| <b>Total de pasivos y patrimonio</b>            | <b>1.217.448</b> | <b>1.006.137</b> | <b>1.317.587</b> | <b>1.497.144</b> | <b>1.527.480</b> | <b>1.433.016</b> |
| Deuda financiera                                | 2.697            | 2.259            | 69.566           | 59.337           | 112.095          | 71.846           |

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de marzo de 2024. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de junio de 2024, 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.

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

**Transbank S.A. (Transbank)** fue creada el año 1994 como una sociedad de apoyo al giro bancario y tiene como objetivo apoyar el crecimiento y la digitalización de los comercios del país, adaptando sus servicios a las necesidades, tamaños y rubros. Adicionalmente, ofrece nuevas tecnologías y servicios asociados a la adquirencia para que los comercios potencien su digitalización y fortalezcan el desarrollo de sus negocios. Actualmente, sus propietarios son un conjunto de bancos que operan en el país.

Durante 2023, la firma obtuvo ingresos operacionales por \$ 951.456 millones, generando una utilidad del ejercicio de \$ 26.814 millones y un EBITDA de \$ 86.471 millones. A la misma fecha, la deuda financiera de la compañía fue de \$ 112.095 millones con un patrimonio de \$ 135.276 millones. Durante junio de 2024, obtuvo ingresos operacionales por \$ 430.886 millones, generando una utilidad del ejercicio de \$ 4.158 millones y un EBITDA de \$ 47.695 millones. A la misma fecha, la deuda financiera de la compañía fue de \$ 71.846 millones con un patrimonio de \$ 142.115 millones.

La clasificación de las líneas de bonos en “*Categoría AA*” responde al hecho que el endeudamiento relativo<sup>2</sup> de la compañía puede ser calificado de reducido; en especial si se analiza conforme a las características que presenta la estructura del negocio, atributos que le entrega a la empresa una fortaleza elevada para sostener su viabilidad en el largo plazo. En particular, dentro de las fortalezas estructurales se destacan el participar en una actividad que por su “*modus operandi*” tiene baja propensión al endeudamiento, ser un operador con un indiscutido liderazgo en ventas dentro de su sector y desenvolverse en un mercado creciente.

La fortaleza del modelo de negocio se refuerza por cuanto **Transbank** presenta un claro liderazgo en su industria, producto de haber sido, por muchos años, el único operador del país, posicionamiento que le otorga claras ventajas de economías de escala (además, según declaraciones de la administración, destaca como el principal operador de tarjeta multiproducto y multicanal); no obstante, no se descarta una reducción en los márgenes futuros, aunque se espera que sea mediante acciones racionales. Por otra parte, si bien es altamente probable que **Transbank** disminuya su participación de mercado, ello factiblemente puede ser compensado por el crecimiento del mercado y por nuevos servicios tecnológicos y asociados a la adquirencia para los clientes, por lo tanto, no implicaría, necesariamente, una caída en sus ingresos.

Si se observa el alza, en términos de monto, de las ventas con tarjetas de débito/prepago y crédito, se tiene una visión del potencial crecimiento del mercado. Asimismo, se estima, además, que este crecimiento se puede seguir sosteniendo por cuanto todavía quedan comercios y medios digitales por abarcar y crecimiento en el uso de tarjetas. Los datos en sí muestran que el dinamismo del mercado permite la entrada de nuevos operadores que puedan aprovechar dicho crecimiento sin necesidad de ser muy

---

<sup>2</sup> Medido como deuda financiera sobre EBITDA y deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo plazo (FCLP); 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.

agresivo en términos de precios. Por otra parte, para mantener un buen posicionamiento de mercado es clave la calidad del servicio y, en este sentido, la compañía tiene más de 30 años de experiencia (mecanismo de defensa ante eventual agresividad de precios por parte de la competencia).

Consolidan la fortaleza estructural de **Transbank** que la empresa sea operadora de tarjetas de pago, lo que, de conformidad con la normativa del Banco Central de Chile (Cap III.J.2 de las normas financieras), implica el mantener reservas mínimas de capital y reservas de liquidez, resguardando el balance de la compañía.

Adicionalmente, como elementos positivos complementarios, se incluye la atomización de clientes y de transacciones, así como el amplio portafolio de productos y servicios para los distintos segmentos de clientes. De esta forma, los ingresos de la empresa no están determinados por algún comercio en particular y su base de venta se sostiene en múltiples operaciones.

La clasificación considera como elemento positivo la estructura de propiedad de la compañía, que, si bien cambiaría a futuro, ha permitido que el emisor, en su calidad de apoyo al giro bancario, haya adoptado las prácticas comunes al sector financiero en cuanto a controles y auditoría interna para los distintos riesgos del negocio, incluyendo los de carácter operativo. Asimismo, mientras se mantenga la actual estructura de propiedad se reconoce la capacidad de los accionistas para apoyar financiera y patrimonialmente a la sociedad emisora, en caso de que fuere necesario.

Por otra parte, la evaluación se ve restringida por la presencia de riesgos, que, no siendo significativos en la actualidad, podrían potenciarse en el futuro. Entre ellos se incluye el aumento de la competencia con repercusiones en el margen del negocio (entendiendo que esto se podría compensar en parte con el aumento de los comercios que buscan soluciones de pagos digitales), el riesgo de eventuales futuras regulaciones no basadas en criterios técnicos y, con baja probabilidad de ocurrencia, pero con alto efecto, cualquier manifestación de un riesgo operacional de alto impacto reputacional.

La tendencia de la clasificación de los instrumentos de deuda "*En Observación*", incorpora el grado de incertidumbre en relación con la propiedad de la compañía, considerando que los bancos accionistas de **Transbank** iniciaron un proceso de venta del control de la firma. Al respecto, cabe mencionar que la clasificación actual de la firma incorpora el beneficio de que la propiedad la integren importantes bancos del país, todos con una elevada solvencia (*rating* promedio ponderado tendiente a "*Categoría AAA*") lo que implica, además de soporte para un eventual apoyo patrimonial, el poder acceder a los estándares propios de sus propietarios en materias de gobiernos corporativos e instancias de control. A ello se suma, por la naturaleza propia de las instituciones financieras, que toda filial o coligada bancaria debe regirse bajo los mismos criterios, entre ellos el evitar el riesgo reputacional y cumplir con las obligaciones de pago.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Adecuado nivel de endeudamiento y control de sus finanzas.
- Principal actor del mercado.

#### Fortalezas complementarias

- Controladores bancarios y gobierno corporativo.
- Atomización de clientes.
- Amplio portafolio de productos y servicios para los distintos segmentos de clientes.

#### Fortalezas de apoyo

- Amplia experiencia de la compañía.
- Compañía supervisada por la CMF.

#### Riesgos considerados

- Entrada de nuevos competidores.
- Marco regulatorio.
- Riesgo de fraude.

## Hechos recientes

### Resultados junio 2024

En términos nominales, durante el primer semestre de 2024, **Transbank** generó ingresos operacionales por \$ 430.886 millones, lo que representa un decrecimiento de 10,9% respecto igual periodo de 2023. La baja se explica principalmente por menor facturación servicios y comisiones a comercios. Los gastos operacionales, en tanto, disminuyeron en un 14,1% respecto a igual periodo de 2023, alcanzando \$ 354.857 millones, primordialmente por reducciones en las comisiones pagadas emisores y marcas.

Por su parte, los gastos de administración se redujeron en un 3,3%, principalmente por menor beneficios por concepto de convenio colectivo. Los gastos de administración representaron un 6,6% de los ingresos, similar al 6,2% del mismo periodo del ejercicio anterior.

Dado lo anterior, el EBITDA alcanzó \$ 47.695 millones, un 15,0% mayor que en el mismo periodo de 2023.

Principalmente por la partida otros gastos que alcanzó \$ 11.736 millones (\$ 3.675 millones en junio de 2023), es que el resultado neto del ejercicio alcanzó los \$ 4.158 millones, lo que se compara negativamente con los \$ 10.768 millones del mismo periodo en 2023. Lo anterior se explica por provisiones de juicios y litigios que debiesen ser transitorios.

Los activos de la entidad alcanzaron los \$ 1.433.016 millones, financiados con \$ 1.290.901 millones de pasivos y \$ 142.115 millones de patrimonio, mientras que la deuda financiera alcanzó los \$ 71.846 millones (reducción de 35,9% respecto diciembre de 2023).

## Resultados diciembre 2023

En términos nominales, durante 2023, **Transbank** generó ingresos operacionales por \$ 951.456 millones, manteniéndose similar al ejercicio anterior (0,6% inferior por concepto de menor facturación servicios y comisiones a comercios). Los gastos operacionales, en tanto, disminuyeron en un 2,0% respecto a igual periodo de 2023, alcanzando \$ 809.972 millones, principalmente por reducciones en las comisiones pagadas emisores y marcas.

Por su parte, los gastos de administración tuvieron una leve alza de 0,5%, principalmente por mayores beneficios por concepto de convenio colectivo. Los gastos de administración se mantuvieron estables representando un 5,8% de los ingresos, levemente superior al 5,7% del periodo anterior.

Dado lo anterior, el EBITDA alcanzó \$ 86.471 millones, un 14,0% mayor que en 2022.

En consecuencia, el resultado neto del ejercicio alcanzó los \$ 26.814 millones, similar a los \$ 26.245 millones de 2022.

Los activos de la entidad alcanzaron los \$ 1.527.480 millones, financiados con \$ 1.392.204 millones de pasivos y \$ 135.276 millones de patrimonio, mientras que la deuda financiera alcanzó los \$ 112.095 millones.

## Entorno regulatorio

En abril de 2020, **Transbank** inició un proceso de transformación impulsado por el cambio de modelo de la adquirencia en Chile de tres a cuatro partes. Este cambio significó que **Transbank** y los emisores de tarjetas terminaron su contrato de operación conjunto, permitiendo a Transbank obtener licencias propias de las marcas Visa, Mastercard y American Express para operar como adquirente de tarjetas.

Además, en ese mismo mes, Transbank y la Fiscalía Nacional Económica (FNE) presentaron un acuerdo extrajudicial al Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) para implementar un nuevo sistema tarifario. Este acuerdo incluía un periodo transitorio durante el cual las tarifas no superarían las de 2019, con el objetivo de evitar trasladar los mayores costos a los comercios. Sin embargo, durante este periodo, en algunos sectores la tasa de intercambio superó la *Merchant Discount Rate*, lo que resultó en pérdidas para **Transbank** en 2020 y parte de 2021.

En agosto de 2022, tras un fallo de la Corte Suprema que rechazó las tarifas del modelo de cuatro partes aprobadas previamente por el TDLC, **Transbank** ajustó su estructura de precios a una tarifa fija, independientemente del volumen de transacciones. Sin embargo, la FNE determinó en septiembre de 2022 que estas tarifas no cumplían plenamente con las obligaciones establecidas. Posteriormente, el 3 de octubre de 2022, la FNE solicitó al TDLC el cumplimiento forzoso de dicha sentencia, pero esta solicitud fue rechazada, y los antecedentes fueron derivados a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

El asunto finalmente fue resuelto por la Corte Suprema, quién rechazó un recurso de queja presentado por la FNE con el objeto de hacer valer su solicitud de cumplimiento forzoso.

En consecuencia, algunas empresas con contrato de largo plazo han reclamado por el cambio tarifario. Por ejemplo, Copec solicitó arbitraje a la Corte de Arbitraje y Mediación (CAM) el 3 de marzo de 2022. En mayo de 2022, Copec demandó a **Transbank** por incumplimiento de contrato, exigiendo una indemnización de

\$ 5.353.468.330 por sobrepagos cobrados ilegalmente desde septiembre de 2021. **Transbank** respondió con una demanda reconvenzional, argumentando que Copec debía estar bajo el nuevo modelo tarifario y tenía derecho a retener las sumas pagadas. El arbitraje continuó sin acuerdo, y el 29 de enero de 2024, el árbitro resolvió que **Transbank** debía devolver las sumas cobradas en exceso, y Copec debía actualizar sus máquinas de pago según los estándares de seguridad de la industria. Sin embargo, el árbitro no se pronunció sobre ciertas multas e indemnizaciones relacionadas con estos estándares. Posteriormente, el 2 de febrero de 2024, **Transbank** presentó un recurso de queja contra el árbitro por presuntas faltas graves, y el 27 de marzo de 2024, Copec solicitó el cumplimiento incidental y la liquidación del crédito. La solicitud de **Transbank** para una Orden de no innovar fue denegada el 1 de abril de 2024.

## Definición de 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.

### Tendencia En Observación

Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

## Oportunidades y fortalezas

**Adecuado nivel de endeudamiento y control de sus finanzas:** Se reconoce como elemento positivo el hecho que el negocio ha sido abordado con un bajo nivel de endeudamiento relativo de la sociedad, tal como lo refleja la relación entre deuda financiera y Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) que se muestran en el acápite "Análisis Financiero". Se observa, que el flujo anual esperado ajustado, sin crecimiento, cubriría por sí sólo cerca del 101% del total del saldo insoluto de la deuda (considerando la deuda vigente a la fecha según se explica en el análisis financiero). A futuro, no se esperan cambios sustanciales en el nivel de deuda por cuanto la empresa tiene activos que, en lo sustancial, permiten soportar el crecimiento.

**Principal actor del mercado: Transbank** ha sido el actor más importante en el mercado chileno durante más de 30 años, de acuerdo con información que entregó la compañía, la participación de mercado es de 74,7% (considerando PSP). Por otra parte, si bien es altamente probable que **Transbank** disminuya su participación de mercado, ello factiblemente puede ser compensado por el crecimiento del mercado, por lo tanto, no implicaría, necesariamente, una caída en sus ingresos. Al respecto, es factible mencionar que la base de clientes de **Transbank** ha exhibido importantes alzas, considerando que en 2019 atendía a 180.029 clientes lo que se traduce en 1.859 millones de transacciones y en 2023 atendió a 329.344 clientes con un total de 3.036 millones de transacciones lo que representa un crecimiento de un 82,9%.



Adicionalmente, cabe mencionar que, durante el año 2021, por primera vez, el efectivo dejó de ser la moneda más utilizada por los chilenos, siendo el uso de tarjetas quien lideró el *ranking*<sup>3</sup>.

**Controladores bancarios y gobierno corporativo:** Actualmente **Transbank** es una sociedad anónima cerrada, cuyos propietarios son los principales bancos en Chile, siendo los más importantes el Banco de Chile, con un 26,2%, Banco Santander, con un 25,0%, Scotiabank, con un 22,7%, y BCI, Itaú, Banco Estado con un 8,7% cada uno.

**Transbank** es una empresa de apoyo al giro bancario (SAG) y constituida como operador de tarjetas de pago, que actualmente posee la licencia adquirente propia.

Adicionalmente, dada la importancia de **Transbank** en la cadena de pagos del país, es que la compañía es de carácter estratégico para el mercado financiero chileno. Esto redundo en que la CMF tenga un riguroso control de la operación de **Transbank**.

**Atomización de clientes y transacciones:** A diciembre de 2023 **Transbank** mantiene una cartera de clientes asociados en torno a los 329 mil clientes (251 mil en 2022), y cerca de 3.036 millones de transacciones de forma transversal a los sectores de consumo y servicios del país. Cabe mencionar que durante 2023 ningún cliente representó más del 5,3% de los ingresos operacionales de la compañía.

Por otro lado, se suma a que en el modelo de negocio de adquirencia se retiene la comisión al comercio *MDR*, comisión que se compone por la tasa de intercambio, los costos de marca y el margen de adquirencia, tarifa que cobra **Transbank** a los negocios por operar, por lo que el riesgo de no pago, se reduce a 0, lo que aplica aproximadamente al 69,1% de los ingresos de la compañía.

**Amplia experiencia de la compañía:** **Transbank** fue creada en 1994, por lo tanto, posee una amplia trayectoria en el comercio chileno, así como de los medios de pago. Su importante experiencia en Chile, le otorgan una experiencia incomparable para poder enfrentar la competencia de otros operadores, a la vez de poder utilizarla para continuar su expansión.

Adicionalmente, desde el año 2013 en adelante existe un crecimiento constante en las ventas con tarjetas de débito/prepago y crédito (a excepción de 2020 para las transacciones de crédito y en 2023 donde se contrajeron ambas cerca de 1,5% respecto 2022), se tiene una visión del potencial crecimiento del mercado. A su vez, es de esperar que, dados los niveles de bancarización del mercado chileno, el PIB per cápita y el amplio mercado potencial que tiene la industria de medios de pagos con tarjetas, continúe el crecimiento. Por otra parte, para mantener un buen posicionamiento de mercado es clave la calidad del servicio y, en este sentido, la compañía tiene 30 años de experiencia (mecanismo de defensa ante eventual agresividad de precios por parte de la competencia).

---

<sup>3</sup> Según datos a diciembre de 2021 hecho por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras.



## Factores de riesgo

**Entrada de nuevos competidores:** La industria de medios de pago migró de un modelo de tres partes a un modelo de cuatro partes, lo cual tiene por objeto permitir la entrada de nuevos actores, generar mayor competencia que redunde en beneficios para los comercios que venden con tarjetas y en último lugar a los tarjetahabientes (usuarios de tarjetas). Este nuevo modelo, en el cual separa la operación de los emisores y **Transbank**, permite la entrada de nuevos adquirentes, quienes podrían ganar participación de mercado. De acuerdo con la clasificadora, se reconoce que la participación de mercado de la compañía pudiese disminuir, sin embargo, no debería afectar su importancia y tamaño en el mercado, el cual a su vez también se hace más grande.

**Marco regulatorio:** Si bien **Transbank** es una compañía de apoyo al giro bancario, la cual es fiscalizada por la CMF, no se descarta que a futuro puedan existir nuevos cambios que puedan afectar los flujos de la empresa, como ocurrió con la definición temporal de fijar una tarifa máxima de MDR a los comercios afiliados a **Transbank** desde la entrada en operación del modelo de cuatro partes y las recurrentes complejidades que han surgido con la implementación del nuevo modelo de cuatro partes en relación con los grupos distintos grupos de interés.

**Riesgo de fraude:** Si bien, el riesgo de fraude es inherente a las transacciones comerciales, de acuerdo con información proporcionada por la compañía, el nivel de fraude en adquirentes se encuentra por debajo del promedio mundial y regional, alcanzando los 4,37 puntos base para 2023. Adicionalmente, las marcas establecen que los adquirentes tengan certificaciones de seguridad, elevando el estándar mitigando este riesgo.

## Antecedentes generales

### La compañía

**Transbank** es una sociedad anónima cerrada, se fundó en 1994 para participar como una sociedad de apoyo al giro bancario y operador de tarjetas de pago con licencia adquirente propia.

Actualmente es el principal operador de medios de pago del país, con una cartera de clientes diversa en todos los sectores de consumo, manteniendo operaciones con las marcas de tarjetas más importante a nivel mundial.

La estructura de propiedad de la compañía y los accionistas se presentan en la Ilustración 1.

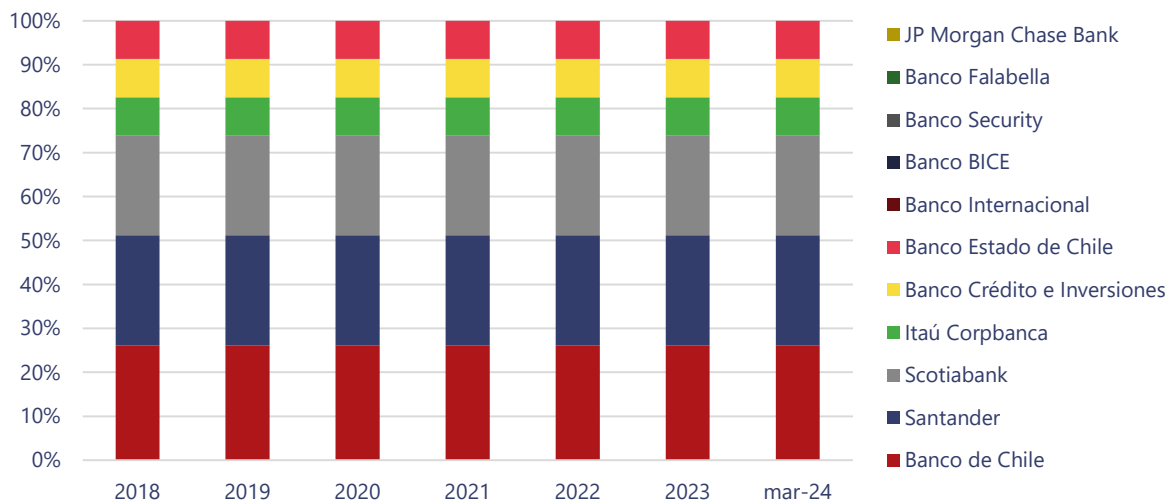


Ilustración 1: Estructura de propiedad

## Composición de los flujos

De acuerdo a la actual estructura de negocio de la compañía, los ingresos de **Transbank** incorporan principalmente la facturación por servicios y comisiones a comercios representando un 96,7% del total de ingresos operacionales en los últimos doce meses terminados en marzo de 2024, complementado por las comisiones a establecimientos comerciales por titulares extranjeros en Chile (2,8%) y por la facturación servicios a emisores (menos del 1%, no obstante que esta partida era relevante para el modelo de 3 partes donde **Transbank** se remuneraba con cobro fijo que se cobraba por transacción procesada al emisor) y otros.

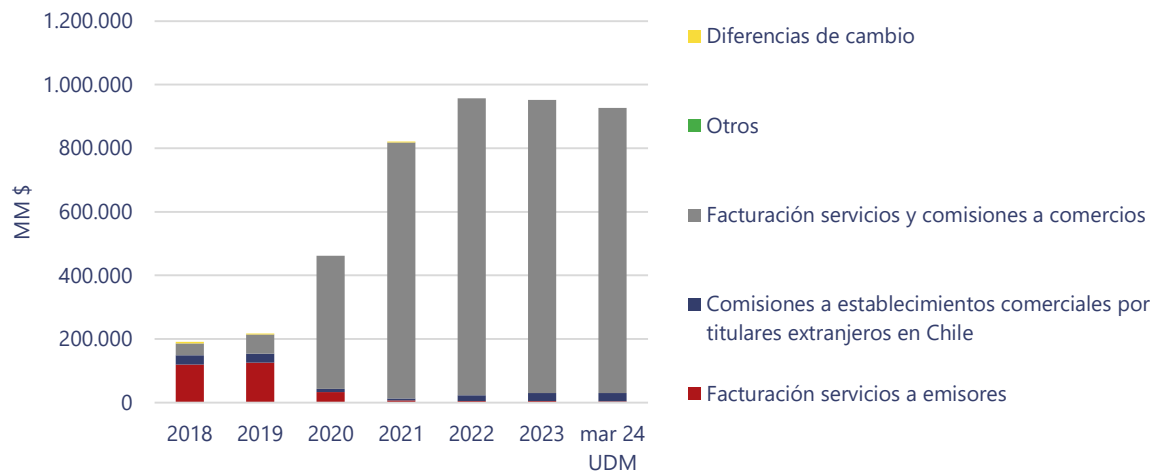


Ilustración 2: Estructura de ingresos operacionales

En términos de gastos operacionales, el principal de ellos corresponde a gastos de comisiones pagadas emisores y marcas con un 84,5% del total en marzo 2024 (últimos doce meses), seguido de gastos de procesos operacionales (7,6%), tecnología y procesamiento (6,4%) y acciones comerciales.

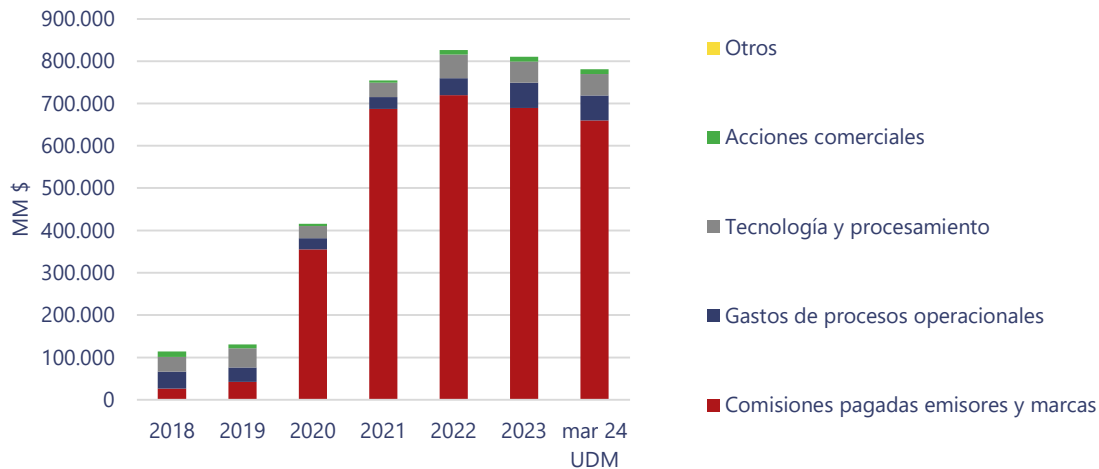


Ilustración 3: Estructura de gastos operacionales

## Modelo de negocios

Dado el rol de operador y adquirente de **Transbank**, en sus estados financieros se refleja el *MDR*, que es la tarifa que pagan los comercios por acceder a los medios de pago con tarjetas de débito/prepago y crédito. Este *MDR* se compone de: (i) Margen de Adquirencia (MA), que es la remuneración de **Transbank**, (ii) tasa de intercambio (TI), que es la remuneración de los emisores de tarjetas y (iii) costos de marca (CM) que es la remuneración de las marcas (Visa, Mastercard, Amex, principalmente).

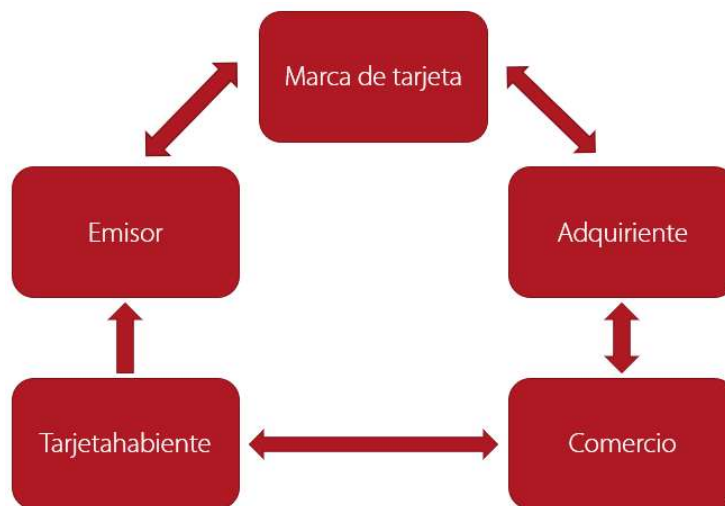
$$MDR = MA + CM + TI$$

Adicionalmente, la compañía percibe ingresos por los servicios de red, que corresponden a los pagos que efectúan los clientes por hacer uso de la red de **Transbank** a través de medios físicos (POS, Pinpad, entre otros) e ingresos por otros servicios asociados a la adquirencia.

Como se mencionó, **Transbank** es un operador de medios de pago en Chile y como tal incorpora comercios a la red de tarjetas mediante la oferta de medios tecnológicos y de servicios necesarios para utilizarlas como medios de pago. En específico esto incluye: afiliación, activación en el sistema de pagos, habilitación mediante sus distintos canales (presenciales y digitales) de sus comercios afiliados y esfuerzos comerciales para promover el pago con tarjetas. Así mismo, efectúa el procesamiento y validación de las transacciones efectuadas con tarjetas de sus comercios afiliados. También, en su rol de operador, realiza la liquidación y pago de los establecimientos comerciales coordinando cobros y pagos entre los comercios, marcas y emisores.

## Modelo de cuatro partes

Como modelo de cuatro partes se entiende aquel que integra a los distintos agentes que operan dentro del sistema de pago con tarjetas. En los hechos, el proceso de una transacción efectuada con tarjeta es: tarjetahabiente - comercio - adquirente / operador - marcas - emisor de tarjetas. En este modelo de negocios la compensación que paga el comercio por operar con tarjetas es el *MDR*, el cual se compone del Margen de Adquirencia (remuneración de **Transbank**), Costos de Marca y Tasas de Intercambio.



*Ilustración 4: Esquema del modelo de cuatro partes*

## Control interno

La compañía cuenta con una Gerencia Divisional Contraloría y Auditoría Interna, que depende de un comité de auditoría. El objetivo del área es la mantención, aplicación y funcionamiento de los controles internos de la empresa, además del cumplimiento de las normas y procedimientos que rigen la práctica de las actividades desarrolladas por **Transbank**, en particular en donde su participación es de importancia estratégica. Entre sus atribuciones está evaluar la efectividad de la gestión de riesgos, los controles aplicados, el gobierno corporativo, la confiabilidad de los estados financieros y el cumplimiento de las normas y reglamentos.

El plan de auditoría es diseñado en función de los macroprocesos y procesos de la organización, identificando los riesgos asociados a cada uno de ellos y tomando en consideración la estrategia de la compañía.

## Clientes

La compañía cuenta con una base diversificada de clientes en múltiples sectores (tales como consumo, servicios, viajes y entretenimiento, *fintech*, entre otros). Además, destaca el crecimiento en la base de clientes, considerando que, en 2013, 2018 y 2024 (este último a marzo) la entidad atendió a 79.657, 171.521 y 347.244 clientes, respectivamente. Lo anterior, se da en un contexto en donde las desafiliaciones han ido aumentando a partir de mayores niveles de competencia, lo que da cuenta de que la compañía ha sido

capaz de capturar nuevos clientes en su negocio principal (aprovechando la recurrente expansión en el mercado de compras con tarjeta de débito y crédito) y en sus negocios asociados a la adquirencia.

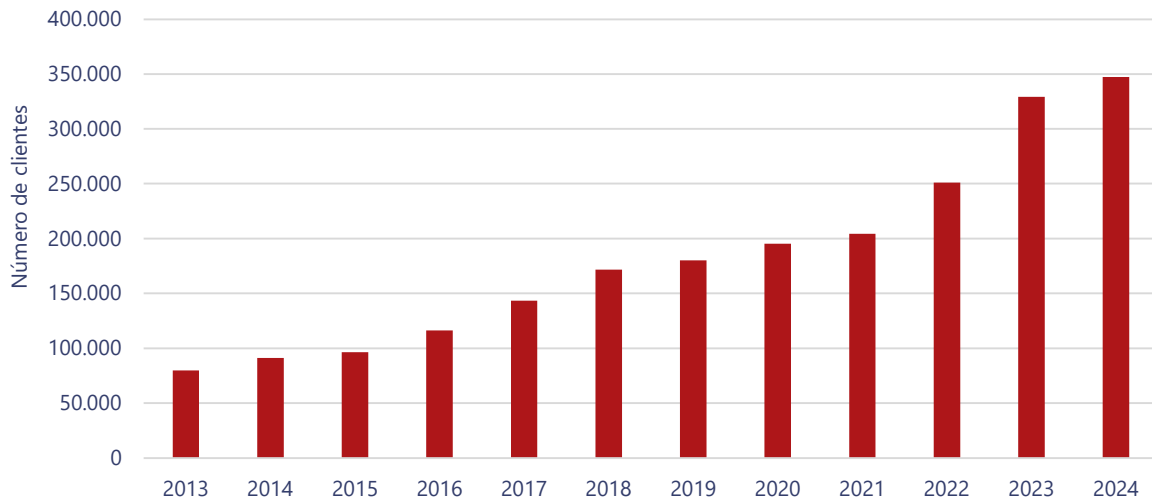


Ilustración 5: Evolución clientes **Transbank**

## Industria

Desde 2013 a la fecha se exhibe un recurrente crecimiento en los montos de compras realizadas con tarjeta de débito (con crecimiento en todos los años), y una tendencia al alza de las compras realizadas con tarjetas de crédito (suma de tarjetas bancarias y no bancarias), exhibiendo solamente una contracción en 2020 (10,1% respecto 2019). Asimismo, destaca que desde 2020 las compras con tarjeta débito superaron aquellas realizadas con tarjeta de crédito, pasando de representar un 56% en 2020 hasta un 61% en 2023.

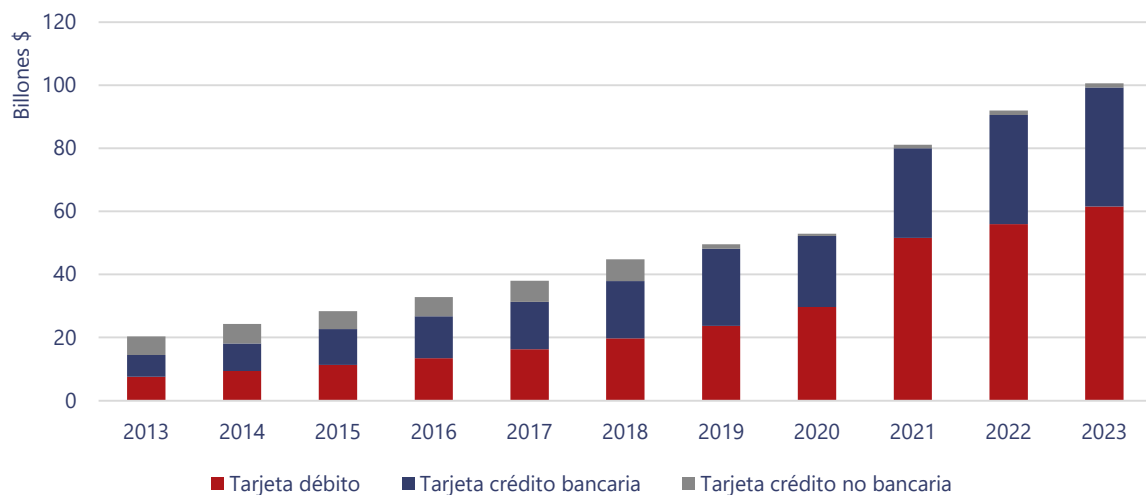


Ilustración 6: Desglose monto de compras con tarjeta de débito, crédito bancaria y no bancaria

## Análisis financiero<sup>4</sup>

### Evolución de ingresos, EBITDA y flujo operacional

En términos reales, los ingresos operacionales registraron alzas hasta el año 2022, pasando de \$ 285.463 millones en 2019 a \$ 1.057.708 millones en 2022, exhibiendo contracciones en 2023 y 2024 (últimos doce meses terminados en marzo), periodos donde se obtuvieron ingresos operacionales por \$ 977.237 millones y \$ 941.004 millones, pero manteniéndose sobre los niveles históricos (caídas responden a bajas en la facturación servicios y comisiones a comercios), no obstante, los costos también han exhibido bajas.

Por su parte, el EBITDA ha exhibido fluctuaciones importantes en el periodo de evaluación, siendo \$ 4.864 millones su nivel más bajo (2020) y \$ 93.475 millones su nivel más alto (marzo 2024 UDM). Cabe mencionar que los resultados de la sociedad se vieron afectados durante el año 2020 y parte del año 2021 debido a que la autoridad administrativa competente solicitó que no se hicieran incrementos en los MDRs desde el inicio del modelo de cuatro partes hasta la aprobación del TDLC. Dado ello, **Transbank** tuvo que absorber de manera transitoria los incrementos efectuados por las marcas en los costos de marca y las tasas de intercambio. No obstante, a partir de septiembre de 2021, se liberaron las tarifas (MDRs) debido al dictamen unánime del TDLC de aplicar a la brevedad el esquema tarifario propuesto por la compañía, el cual a su vez había sido acordado con la FNE. En consecuencia, **Transbank** comenzó a reducir sus pérdidas operacionales, lo cual se refleja en el EBITDA alcanzado en los últimos periodos, con tendencia creciente (de acuerdo con las resoluciones judiciales, se espera se mantenga en esos niveles la generación de flujo). Asimismo, cabe mencionar que el incremento en EBITDA en 2023 y 2024 responde a caídas en las comisiones pagadas a emisores y marcas y bajas en los gastos de administración.

De igual manera, el flujo proveniente de actividades operacionales exhibe volatilidad en el periodo de evaluación, explicado por las razones mencionadas, exhibiendo un repunte desde 2022 a la fecha con un fuerte incremento en marzo de 2024 (UDM). Cabe mencionar, que en el último periodo el alza en el flujo se explica por menores cuentas por cobrar (mayor recaudación de las ventas en efectivo).

En base a lo anterior, para el año 2024, se observa una relación margen EBITDA en torno a un 9,9%<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Las cifras han sido corregidas a pesos del último periodo para efectos de comparación histórica y se ha utilizado el año móvil para los indicadores de flujo a diciembre de 2021.

<sup>5</sup> Cabe mencionar que para el cálculo del margen EBITDA, la sociedad considera como un indicador más representativo aquel en donde los ingresos (en el denominador) incorpora las partidas ingresos por intereses y reajustes + ingresos por comisiones y servicios - comisiones pagadas emisores y marcas (esta última cuenta se resta considerando que hay fondos que corresponden a los comercios asociados a **Transbank** que se mantienen entre 24 y 48 horas en la compañía). Medido de esta forma, el margen EBITDA en términos reales alcanzaría 21,7%, 3,4%, 12,9%, 27,0%, 10,6% y 11,2% en 2019, 2020, 2021, 2022, 2023 y 2024 (marzo UDM), respectivamente.

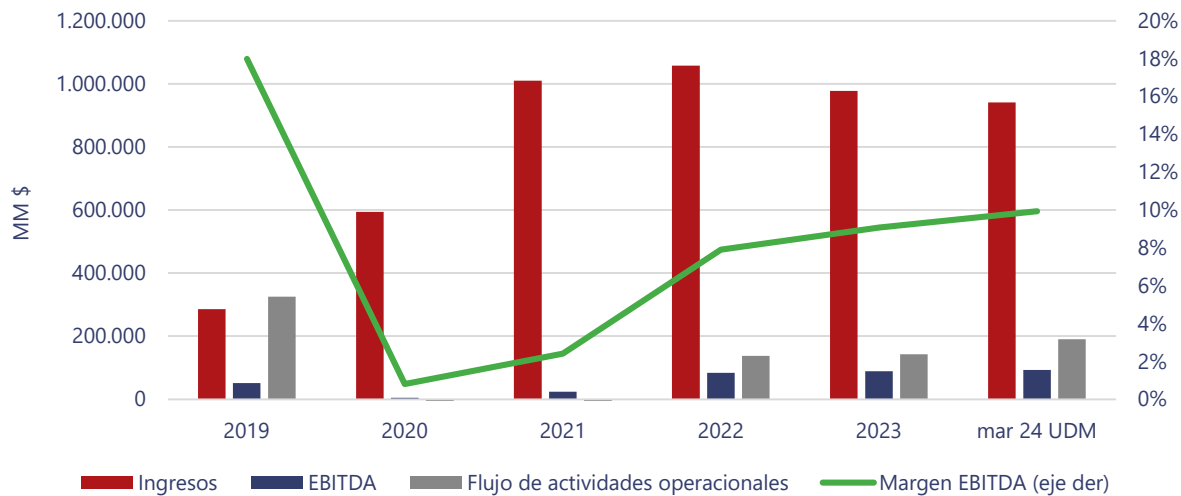


Ilustración 7: Ingresos, EBITDA y flujo de actividades operacionales

## Evolución del endeudamiento

A partir del modelo de negocio de la compañía se puede observar que la sociedad es intensiva en cuentas por pagar y en cuentas por cobrar. Al respecto, se debe considerar que la firma actúa como un ente “retenedor” que distribuye el MDR a las distintas partes relacionadas (al respecto es importante precisar que los fondos que recibe la compañía ya consideran el descuento de la tasa de intercambio). Esta compensación entre cuentas por pagar y cuentas por cobrar, permite un patrimonio reducido en relación con el pasivo exigible de la sociedad. A modo ilustrativo, en términos reales las cuentas por pagar en 2024 alcanzaron \$ 1.249.787 millones, mientras que las cuentas por cobrar \$ 1.095.737 millones siendo cada partida el principal componente del pasivo y del activo, respectivamente. De esta manera, a la fecha, el pasivo exigible sobre patrimonio alcanzó las 10,2 veces, inferior a lo exhibido en 2021 donde fue de 14,5 veces (la caída responde principalmente al fortalecimiento del patrimonio por resultados favorables, compensado en parte por alzas en los pasivos). Por otro lado, al contrastar el total de pasivos sobre el total de activos, se obtiene un valor de 0,9 veces en 2024.



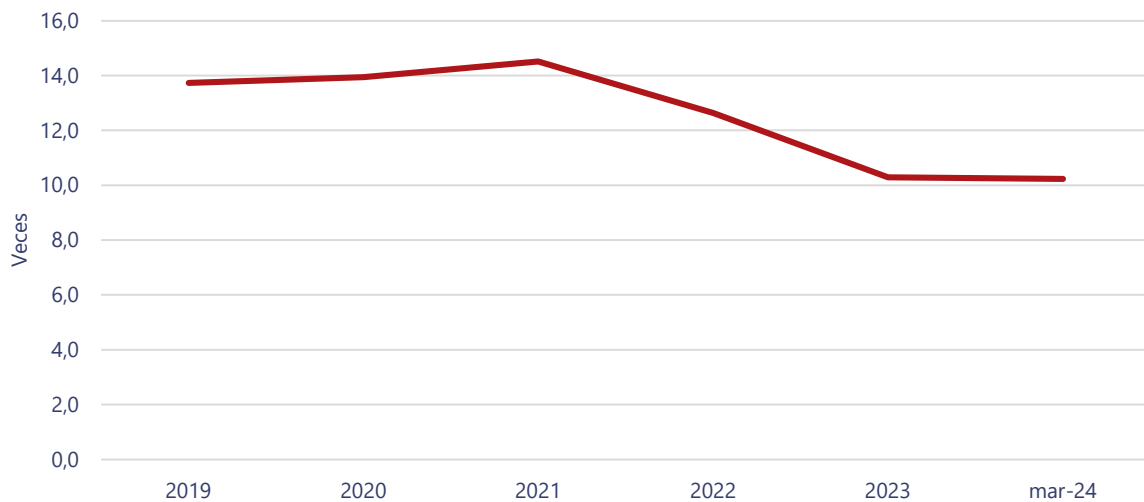


Ilustración 8: Pasivo total sobre patrimonio

La Ilustración 9 muestra la deuda financiera de la compañía, así como el EBITDA y el Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP<sup>6</sup>). Se aprecia que el EBITDA y el FCLP han retomado su tendencia al alza luego de la caída de 2020 (explicada anteriormente; cambio de modelo de negocio y al congelamiento en el margen de adquirencia). Cabe mencionar, que posterior a los hechos ocurridos en 2020, la sociedad incrementó su nivel de apalancamiento, alcanzando una deuda financiera de \$ 2.883 millones en 2020 y \$ 83.222 millones en 2021, la cual alcanzó niveles *peak* en 2023 y 2024 de \$ 112.900 millones y \$ 111.543 millones, respectivamente. Con lo anterior, la deuda financiera sobre EBITDA luego de su nivel más alto en 2021 de 3,4 veces presentó disminuciones hasta alcanzar las 1,2 veces en 2024. Por su parte, la deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo alcanzó su nivel más alto en 2023 de 2,8 veces, lo que se atribuye al fuerte incremento en la deuda financiera en ese periodo, alcanzando las 2,3 veces en 2024. Cabe mencionar, que si se realizan ajustes a este último indicador (el FCLP considera un promedio de las rentabilidades anuales de los últimos cinco años, no obstante, a partir de las circunstancias judiciales en relación con la implementación del modelo de cuatro partes, se espera que las rentabilidades desde 2022 sean las más representativas de los flujos de la sociedad) el *ratio* alcanzaría las 1,6 veces, y si además se incorpora el hecho de que posterior a la emisión de los estados financieros la sociedad amortizó cerca de \$ 40.249 millones de deuda (en relación a diciembre de 2023), el indicador bajaría a niveles en torno a las 0,9 veces.

<sup>6</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.

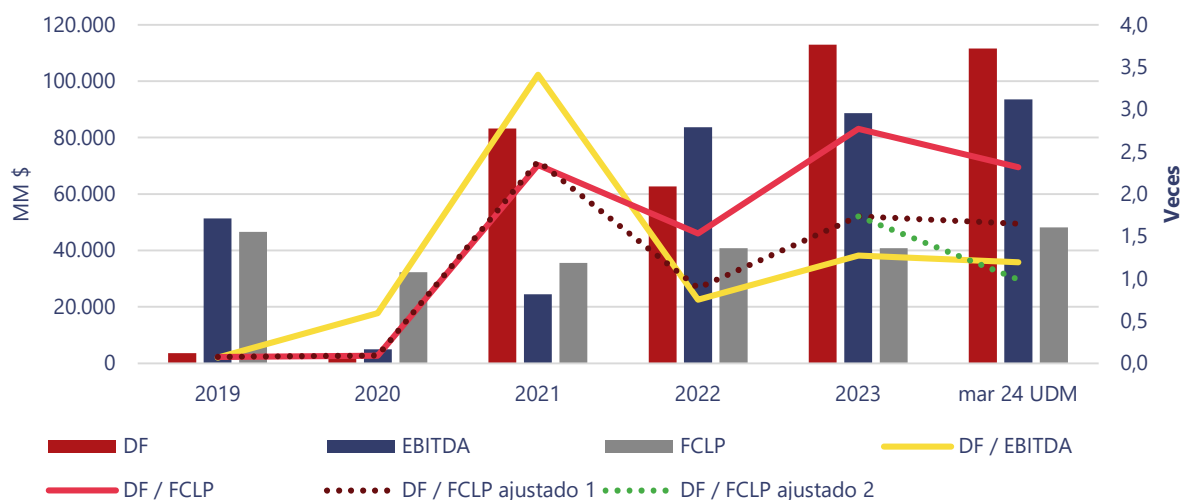


Ilustración 9: EBITDA, Flujo de Caja de Largo Plazo y deuda financiera

Al analizar el perfil de vencimientos con estados financieros a marzo de 2024, se observa que las mediciones de FCLP ajustado no alcanzan a cubrir en su totalidad el vencimiento corriente. No obstante, posterior a la emisión de los estados financieros a marzo de 2024, como se mencionó anteriormente, la entidad amortizó una porción relevante de la deuda y además reestructuró otra parte, por lo que el calendario de pagos quedaría estructurado con holguras considerables si se consideran los indicadores de FCLP ajustado (ver Ilustración 11). Además, el nivel de efectivo y equivalentes a la fecha (junio 2024) según lo informado por la compañía alcanza niveles en torno a 110.994 millones, lo que da cuenta de la elevada holgura para el pago de la deuda de la sociedad en los próximos años.

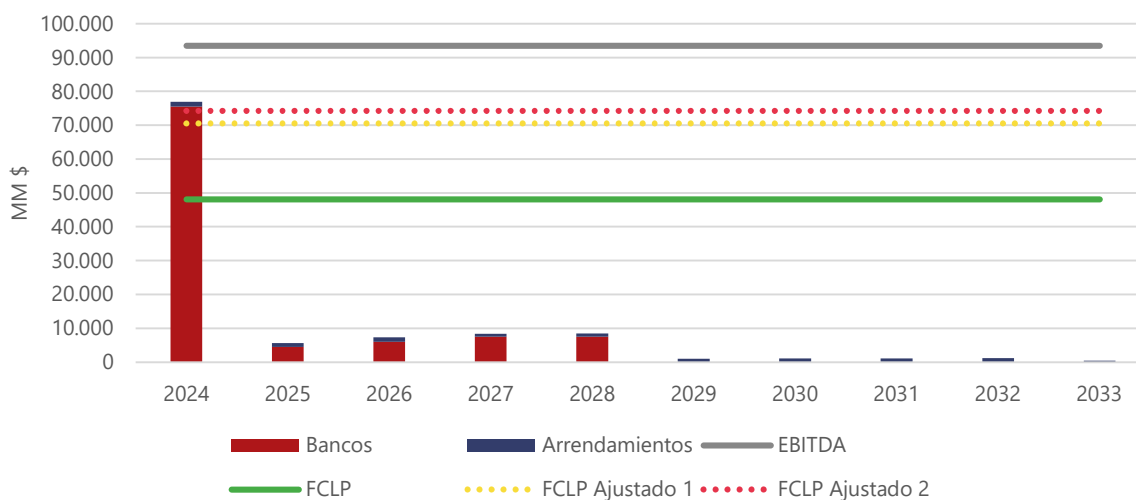


Ilustración 10: Perfil de vencimientos a marzo 2024

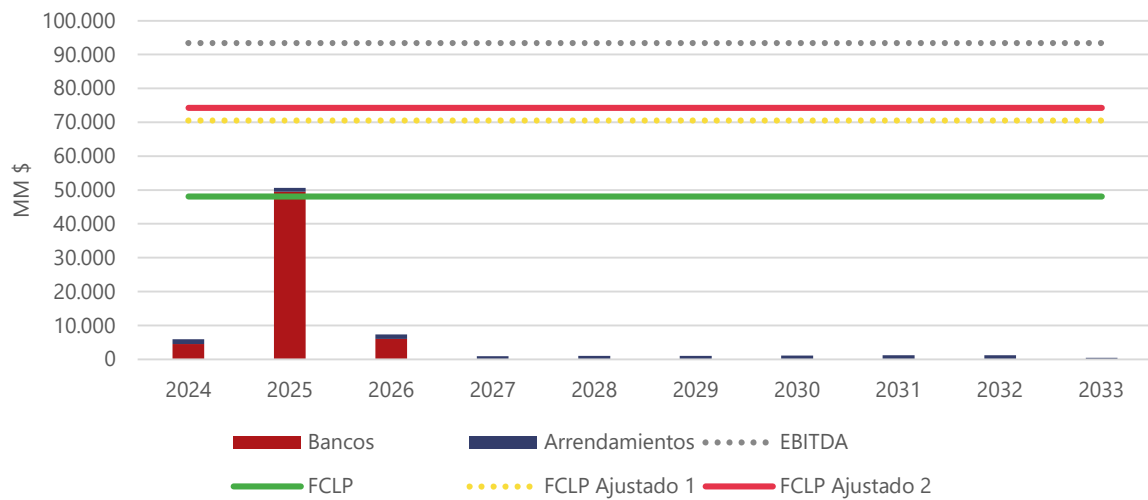


Ilustración 11: Perfil de vencimientos a la fecha

## Evolución de la liquidez

Entre 2019 y 2024 la relación activos corrientes sobre pasivos corrientes ha presentado niveles estables con una tendencia levemente creciente, manteniéndose en torno a la unidad (1,0 veces en marzo de 2024).

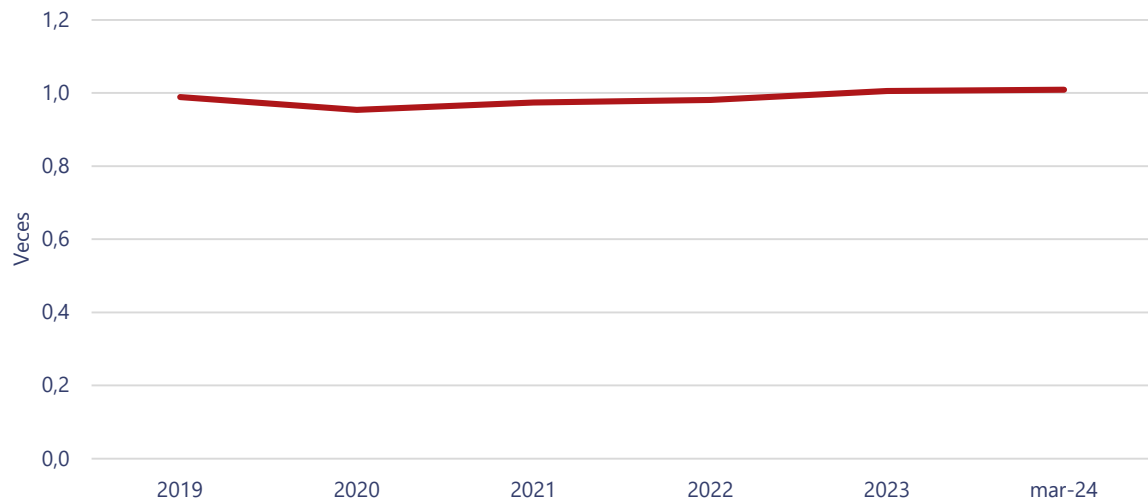
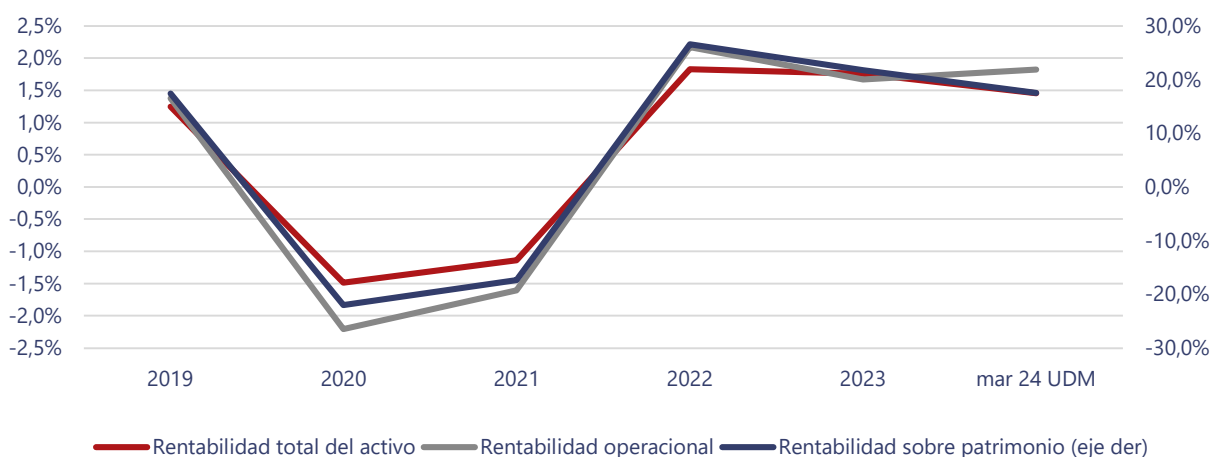


Ilustración 12: Liquidez

## Evolución de la rentabilidad<sup>7</sup>

Para el año 2020 se puede observar el efecto negativo del congelamiento del MDR deteriorando los resultados de la compañía, los cuales se aprecia en la disminución de la rentabilidad. Ya en 2021, debido a que durante el tercer trimestre la compañía pudo ajustar su tarifa a lo acordado con la autoridad, los resultados comenzaron a revertirse, de modo que en 2022 las rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional alcanzaron valores de 1,8%, 26,6% y 2,2%, respectivamente, superior a lo exhibido en 2019 (1,3%, 17,4% y 1,4%, respectivamente). Desde 2022 a la fecha las mediciones han disminuido alcanzando rentabilidades sobre activo, patrimonio y operacional de 1,5%, 17,5% y 1,8%, respectivamente. Cabe mencionar, que las disminuciones obedecen a alzas en los montos de impuestos a la renta en 2023 y 2024 y por el reconocimiento de gastos de provisiones por juicios y litigios en 2024 (dentro de la partida "otros gastos operacionales") considerando el proceso legal con Copec (explicado anteriormente).



## Ratios financieros<sup>8</sup>

| Ratios Financieros                         |        |        |        |        |        |        |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ratios de liquidez                         | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | mar-24 |
| Liquidez (veces)                           | 1,67   | 1,11   | 1,08   | 1,16   | 1,18   | 1,19   |
| Razón Circulante (Veces)                   | 0,99   | 0,95   | 0,97   | 0,98   | 1,01   | 1,01   |
| Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)  | 0,65   | 0,88   | 0,96   | 0,97   | 1,00   | 1,00   |
| Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)     | 0,91   | 0,69   | 0,76   | 0,82   | 0,86   | 0,88   |
| Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días) | 403,31 | 525,26 | 478,79 | 442,56 | 424,11 | 416,70 |

<sup>7</sup> Rentabilidad operacional: Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.

Rentabilidad del patrimonio: Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.

Rentabilidad sobre activo: Ganancia (Pérdida)/Activo total promedio.

<sup>8</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período.

|                                           |         |        |        |        |        |        |
|-------------------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Rotación de Cuentas por Pagar (veces)     | 0,12    | 0,46   | 0,68   | 0,67   | 0,66   | 0,64   |
| Promedio Días de Cuentas por Pagar (días) | 2953,37 | 801,48 | 539,53 | 548,87 | 548,97 | 566,08 |
| Diferencia de Días (días)                 | 2550,06 | 276,21 | 60,74  | 106,31 | 124,86 | 149,37 |

| <b>Ratios de endeudamiento</b>           | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>mar-24</b> |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| Endeudamiento (veces)                    | 0,93        | 0,93        | 0,94        | 0,93        | 0,91        | 0,91          |
| Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces) | 13,73       | 13,94       | 14,52       | 12,64       | 10,29       | 10,24         |
| Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces) | 284,05      | 563,52      | 367,19      | 368,08      | 37,00       | 36,90         |
| Período Pago de Deuda Financiera (veces) | 0,07        | 0,59        | 3,41        | 0,75        | 1,27        | 1,19          |
| EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)    | 14,52       | 1,69        | 0,29        | 1,34        | 0,79        | 0,84          |
| Porción Relativa Bancos y Bonos (%)      | 0,24%       | 0,24%       | 5,64%       | 4,28%       | 8,05%       | 8,04%         |
| Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)      | 3,99%       | 0,72%       | 0,39%       | 0,08%       | 0,01%       | 0,01%         |

| <b>Ratios de rentabilidad</b>                       | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>mar-24</b> |
|-----------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| Margen Bruto (%)                                    | 159,72%     | 190,09%     | 192,38%     | 186,37%     | 184,75%     | 183,96%       |
| Margen Neto (%)                                     | 6,01%       | -3,59%      | -1,61%      | 2,70%       | 2,76%       | 2,33%         |
| Rotación del Activo (%)                             | 18,31%      | 46,42%      | 64,11%      | 67,65%      | 64,72%      | 63,00%        |
| Rentabilidad Total del Activo (%)                   | 1,25%       | -1,48%      | -1,14%      | 1,83%       | 1,76%       | 1,46%         |
| Inversión de Capital (%)                            | 76,96%      | 91,51%      | 64,12%      | 55,39%      | 46,78%      | 43,94%        |
| Ingresos por Capital de Trabajo (veces)             | -17,96      | -10,80      | -26,34      | -38,53      | 133,62      | 74,69         |
| Rentabilidad Operacional (%)                        | 1,38%       | -2,20%      | -1,61%      | 2,17%       | 1,67%       | 1,82%         |
| Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)                   | 17,41%      | -22,00%     | -17,38%     | 26,59%      | 21,77%      | 17,52%        |
| Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%) | 59,72%      | 90,09%      | 92,38%      | 86,37%      | 84,75%      | 83,96%        |
| Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)            | 4,45%       | 1,28%       | 0,67%       | 1,00%       | 0,99%       | 1,10%         |
| ROCE (Return Over Capital Employed) (%)             | 18,62%      | -31,42%     | -23,26%     | 29,94%      | 19,43%      | 20,65%        |
| E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%) <sup>9</sup>            | 17,57%      | 0,82%       | 2,41%       | 7,83%       | 8,91%       | 9,74%         |

"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."

<sup>9</sup> Cabe mencionar que para el cálculo del margen EBITDA, la sociedad considera como un indicador más representativo aquel en donde los ingresos (en el denominador) incorpora las partidas ingresos por intereses y reajustes + ingresos por comisiones y servicios - comisiones pagadas emisores y marcas (esta última cuenta se resta considerando que hay fondos que corresponden a los comercios asociados a **Transbank** que se mantienen entre 24 y 48 horas en la compañía). Medido de esta forma, el margen EBITDA en términos reales alcanzaría 21,7%, 3,4%, 12,9%, 27,0%, 10,6% y 11,2% en 2019, 2020, 2021, 2022, 2023 y 2024 (marzo UDM), respectivamente.