

Sector Eléctrico
Chile
Análisis de Riesgo

Transnet S.A. (ex CGE Transmisión)

Ratings

	Rating Actual
Línea de Bonos N° 609 (C)	AA-(cl)
Línea de Bonos N° 610 (D)	AA-(cl)
Línea de Bonos N°353	AA-(cl)
IDR (ML/ME)	NA

IDR-Issuer Default Rating, ML-Moneda Local,
ME-Moneda Extranjera.

Outlook

Estable

Watch

Información Financiera

Transnet S.A. (Ch\$MM)	31/03/10 (12m- IFRS)	31/12/09 (12m- IFRS)
Total Activos	358.735	359.797
Total Deuda Financiera	104.991	104.209
Ingresos	61.439	61.210
EBITDA	43.470	43.233
Deuda Financiera Total/EBITDA (x)	2,4	2,4
EBITDA/Gastos Financieros (x)	9,5	7,2

Analistas

M. Beatriz Moreno B.
+562 499-3315
Beatriz.moreno@fitchratings.com
Giovanny Grosso
+562 499-3327
Giovanny.grosso@fitchratings.com

Informes Relacionados

- *Metodología de Clasificación de Empresas, Noviembre 24, 2009*
- *CGE, Septiembre 2010*
- *CGE Distribución, Septiembre 2010*
- *Conafe, Septiembre 2010*
- *Empresas Emel, Septiembre 2010*
- *Edelmaq, Febrero 2010*
- *Gasco, Septiembre 2009*

Fundamentos

- La clasificación de Transnet se fundamenta en el bajo riesgo y en la estabilidad asociada a sus flujos operacionales, ya que las empresas de subtransmisión de electricidad operan como monopolio natural en sus zonas de concesión. Adicionalmente, Transnet lleva a cabo sus actividades en un probado y consolidado marco regulatorio, mientras que el crecimiento de la demanda eléctrica se sustenta en un sólido escenario macroeconómico. Adicionalmente, Transnet posee amplio acceso que tiene el grupo CGE al mercado financiero y su adecuada estructura de deuda concentrada en el largo plazo, lo que favorece su liquidez y se encuentra en línea con el perfil de negocios de la compañía, el cual es de largo plazo e intensivo en activo fijo.
- La clasificación se encuentra principalmente restringida por el alto nivel de endeudamiento consolidado de su matriz Compañía General de Electricidad S.A. (CGE, 'A+(cl)' e IDR de 'BBB' por Fitch), la cual para los últimos doce meses terminados en Marzo de 2010 muestra una relación Deuda a EBITDA de 5,9 veces (x).
- El análisis de las empresas del grupo CGE se focaliza en su perfil consolidado ya que el vínculo entre el holding y sus subsidiarias es lo suficientemente fuerte como para que el perfil financiero de la matriz afecte la calidad crediticia de las empresas operativas. Transnet pertenece en un 100% a CGE, quien controla la política de dividendos y depende de estos para el pago de sus propias obligaciones de deuda. Adicionalmente, no existen mecanismos que limiten el flujo de caja desde las subsidiarias hacia la matriz, la cual además mantiene un manejo centralizado de la caja del grupo.
- Transnet es clasificada un *notch* por sobre la clasificación de su matriz en escala nacional, reflejando tanto el mejor perfil crediticio que presenta la compañía en comparación a las figuras consolidadas del grupo, como también la subordinación estructural que posee la deuda del holding con respecto a la deuda de las filiales operativas.
- Durante los próximos períodos el grupo CGE llevará a cabo una reestructuración de los activos de Empresas Emel S.A. ('AA-(cl)' por Fitch) adquiridos en 2007, con el fin de lograr mayores sinergias en el grupo, lo que eventualmente podría cambiar los niveles de endeudamiento versus el flujo operacional de Transnet. Uno de los objetivos de esta reestructuración es fusionar los activos de subtransmisión de las filiales Emelat, Emelectric y Emetal con Transnet, entre otras fusiones.

¿Qué Podría Gatillar un Cambio en la Clasificación?

La clasificación de riesgo de CGE Transmisión podría afectarse positivamente si su matriz CGE logra disminuir sus niveles de endeudamiento en comparación con sus flujos operacionales consolidados y dividendos percibidos. Por otro lado, un deterioro en la calidad crediticia de su matriz CGE, junto con cambios considerables en el marco regulatorio en el que CGE Transmisión opera, podrían debilitar el perfil crediticio de la compañía en el futuro.

Acontecimientos Recientes

Anuncio de Reestructuración de Empresas Emel

Con fecha 30 de Agosto de 2010, CGE ha anunciado que llevará a cabo una reestructuración de los activos de Empresas Emel S.A. ('AA-(cl)' por Fitch) adquiridos en 2007, con el fin de lograr mayores sinergias en el grupo. CGE ha anticipado que fusionará los activos de subtransmisión de las filiales Emelat, Emelectric y Emetal con Transnet, los activos de distribución de las filiales Emelectric y Emetal con CGE Distribución ('AA-(cl)' por Fitch) y los activos de distribución de la filial Emelat con Conafe ('AA-(cl)' por Fitch). Fitch se mantendrá atento a los efectos que esta reorganización de activos pudiera tener en el perfil crediticio del holding y/o las filiales.

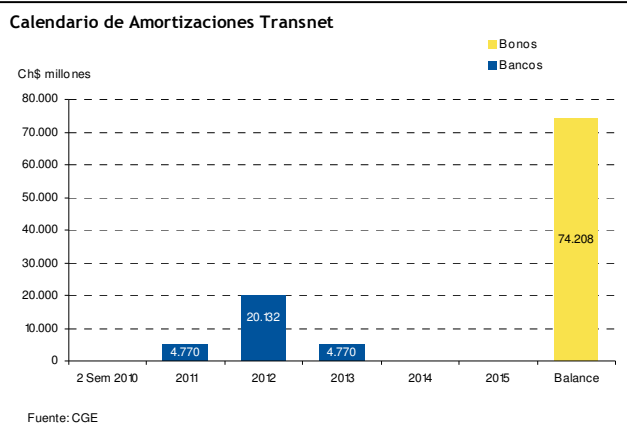
Estructura de Deuda, Liquidez e Indicadores Crediticios

La estrategia financiera de CGE como grupo, consiste en combinar distintas fuentes de financiamiento tales como: aumentos de capital, créditos bancarios, efectos de comercio y bonos. Estas fuentes de financiamiento, se estructuran tanto en la matriz como en las filiales, por lo que las empresas del grupo presentan diferentes indicadores de endeudamiento. Por ejemplo, los niveles de endeudamiento de las filiales son menores a los del holding, no obstante, Fitch focaliza su análisis en las figuras consolidadas del grupo.

El grupo CGE opera a través de una tesorería centralizada que permite optimizar el manejo de los recursos financieros de corto plazo, mediante la mantención de cuentas corriente mercantiles, administrando así los excedentes o déficit que presenten sus filiales del sector electricidad y sector servicios.

A los últimos doce meses terminados en Marzo 2010, Transnet presenta estables resultados operacionales e indicadores crediticios en relación al año 2009. Las ventas y EBITDA totalizan Ch\$61.439 millones y Ch\$43.470, respectivamente (Ch\$61.210 millones y Ch\$43.233 millones en 2009, respectivamente). La relación Deuda Financiera a EBITDA se mantiene en 2,4 veces (x), mientras la cobertura de gastos financieros ha mejorado levemente a 9,5x versus 7,2x a diciembre 2009.

Hacia cierre de año, Fitch espera que Transnet aumente su generación de EBITDA en aproximadamente un 6% con respecto a 2009, debido a mayores retiros de energía registrados a partir de segundo trimestre de 2010. La relación Deuda Financiera a EBITDA debiera mantenerse estable en torno a las 2,3x, mientras la cobertura de gastos financieros se espera continúe sólida en torno a las 8x.



Hacia adelante se espera que Transnet aumente su inversión en activo fijo debido a la construcción del proyecto Central Ñuble, una central de pasada de 136 MW que representará una inversión total cercana a los US\$280 millones. El proyecto incorpora la construcción de una línea de transmisión, cuya inversión será realizada por Transnet en el período 2011-2013. Fitch espera que este mayor nivel de inversiones podría requerir un aumento en la deuda financiera de Transnet, por lo que en dicho período los indicadores crediticios podrían debilitarse levemente, hasta que los resultados operacionales de la compañía vayan incrementando.

Transnet concentra vencimientos en el año 2012 correspondientes a su deuda bancaria, no obstante, al igual que la mayor parte de las

empresas del grupo CGE, la compañía posee un amplio acceso al mercado de deuda por lo que el riesgo de refinanciamiento es bajo. Adicionalmente, la parte más significativa de sus vencimientos, que corresponde a sus bonos locales, está fuertemente concentrada en el largo plazo.

Si bien Transnet mantiene muy bajos niveles de caja y equivalentes (tan sólo Ch\$5.000.000 a marzo de 2010), ya que sus excedentes de caja son repartidos a la matriz mediante dividendos (durante los últimos 3 años CGE Transmisión ha repartido el 80% de su utilidad neta) o son administrados por la matriz mediante cuenta corriente mercantil, como se mencionó, la compañía ha estructurado adecuadamente su deuda en el largo plazo, favoreciendo así su liquidez. Las obligaciones de corto plazo de la compañía representan sólo un 5,0% de la deuda total a Marzo 2010.

Perfil

Transnet comercializa el servicio de transporte y transformación de electricidad a través de sus líneas y subestaciones de poder, para posibilitar su llegada a los centros de consumo. Pertenece en un 100% a CGE y opera activos de subtransmisión entre la IIIª y la Xª Región, concentrando la mayor parte de los activos de subtransmisión del grupo. En promedio, durante los últimos 3 años Transnet ha repartido cerca de un 80% de sus utilidades, mientras que su política establece un mínimo de 30%. La compañía representa aproximadamente el 15% del EBITDA consolidado y alrededor de un 26% de los dividendos que CGE espera recibir en 2010. Los dividendos repartidos por Transnet, junto con los de las otras filiales del sector eléctrico le entregan una importante estabilidad a los flujos de su matriz.

Operaciones

Transnet participa en el negocio de la subtransmisión de electricidad, la que se refiere a la transformación y transporte de la electricidad en tensiones menores o iguales a 220 kV. De esta forma, Transnet transporta la electricidad desde las barras de conexión con el sistema troncal hasta las redes de las empresas distribuidoras, quienes entregan la electricidad a los clientes finales. Adicionalmente el sistema de subtransmisión puede transportar electricidad directamente hasta centros de consumo a clientes libres.

Transnet posee instalaciones en tensiones de 220, 154, 110 y 66 kV y operacionalmente se divide en seis sistemas estructurados según área geográfica. Dentro de los activos fijos relevantes para la empresa destacan las subestaciones de poder, subestaciones seccionadoras y las líneas de transmisión, que se reparten de la siguiente forma en las seis zonas anteriormente mencionadas:

Infraestructura Transnet (Al 31 de Diciembre de 2009)							
	Elqui	Aconcagua	Cachapoal	Maule	Bio Bio	Araucanía	Total
Potencia Instalada en Subestaciones (MVA)	438	414	1.162	887	1.144	784	4.829
Líneas de Transmisión (Kms)	553	309	340	428	296	668	2.594
154 kV	-	-	1	3	1	65	70
110 kV	319	254	-	-	-	-	573
66kV	234	55	339	425	295	603	1.951

Fuente: Transnet

El mercado de la subtransmisión se caracteriza por tener importantes barreras de entrada, dadas las altas inversiones iniciales necesarias para la operación. Transnet tiene un plan de crecimiento estable, con las inversiones de mejoramiento necesarias

para mantener la calidad del servicio.

Marco Regulatorio

Regulación en Subtransmisión

En el año 2004, la llamada “Ley Corta I” modificó el marco regulatorio que determina las tarifas de los sistemas de subtransmisión, entre otras cosas, incorporando criterios de eficiencia para el cálculo de la rentabilidad que obtienen las compañías en dicho sector.

El 9 de enero de 2009 fue publicado el decreto que fija las nuevas tarifas de subtransmisión, el cual determina que los peajes por el uso de instalaciones de subtransmisión, que se cobran por cada unidad de energía y potencia retiradas desde el sistema, como por el uso de centrales que inyectan directamente en los sistemas de subtransmisión, son determinadas por la legislación vigente mediante un mecanismo de carácter técnico.

La Ley General de Servicios Eléctricos establece que cada 4 años se debe calcular el valor anual de los sistemas de subtransmisión (VASTx), basado en instalaciones económicamente adaptadas a la demanda proyectada para un período de cuatro a diez años, que minimice el costo actualizado de inversión, operación, mantenimiento, administración y falla, eficientemente operadas. El referido VASTx debe remunerar el valor anual estándar de las inversiones, considerando la vida útil de las instalaciones, y descontadas a una tasa anual de 10% (AVI), los costos de operación, mantenimiento y administración (COMA), y las pérdidas medias de subtransmisión en potencia y energía.

Características de los Instrumentos

Línea de Bonos N°353

El 10 de octubre de 2003, Transnet inscribió en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) la línea de bonos N°353 por un monto máximo a emitir de UF 2.500.000, la cual tiene un plazo máximo de vencimiento de 10 años para todas las obligaciones de pago que se emitan con cargo a dicha línea. Actualmente la línea de bonos N°353 se encuentra sin colocaciones vigentes.

Resguardos Principales:

- Endeudamiento Financiero: Mantener una relación Pasivo Exigible a Patrimonio Total menor o igual a 1,2 veces.
- Cobertura de Intereses: Mantener una cobertura de gastos financieros superior a 3,5 veces.
- Patrimonio Mínimo: Mantener un patrimonio mínimo de UF 3.500.000.
- Restricción sobre los activos: Mantener al menos un 70% de los activos totales del emisor en los sectores generación y/o distribución y/o comercialización y/o transmisión de energía eléctrica en Chile.

Garantías: Las emisiones de bonos con cargo a las líneas no cuentan con garantías específicas.

Líneas de Bonos N°609 (Serie C) y N°610 (Serie D)

Transnet inscribió el 4 de septiembre de 2009 ante la SVS las líneas de bonos N°609 y N°610, por un monto fijo máximo de UF 3.000.000 y UF 5.000.0000 y un plazo máximo de vencimiento de 10 y 30 años, respectivamente, para todas las obligaciones de pago que se emitan con cargo a dichas líneas.

El monto, series o sub-series, número de bonos, valor nominal, plazo y tasa de interés se definirán en la escritura complementaria de cada emisión que se realice con cargo a las líneas. Los títulos a emitir corresponden a pagarés desmaterializados al portador.

Paralelamente, Transnet inscribió las series C y D con cargo a las líneas N°609 y N°610, por un monto de UF 1.000.000 y UF 3.500.000 (la suma del monto colocado de ambas series no puede superar las UF 3.500.000), y un plazo de 7 y 21 años, respectivamente. Posteriormente colocó la serie D con las siguientes características:

Serie D	
Cargo a la línea	N° 610
Monto	UF 3.500.000
Tasa Interés Carátula	4,3%
Plazo	21 años
Pago Intereses	Semestral
Amortización	Semestral
Vencimiento	10/09/2030

Resguardos Principales:

- Endeudamiento Financiero: Mantener una relación Deuda Financiera Neta a Patrimonio menor o igual a 1,1 veces.
- Patrimonio Mínimo: Mantener un patrimonio mínimo de UF 7.000.000.
- Activos Libres de Garantías: Mantener activos libres de garantías mayores que 1,2 veces sobre la deuda financiera no garantizada.
- *Cross Acceleration*: Considera obligaciones financieras mayores al 3% del total de activos consolidados del emisor.
- *Cross Default*: Considera obligaciones financieras mayores al 3% del total de activos consolidados del emisor, y/o obligaciones financieras de filiales relevantes (aquellas que pudieran representar un 25% o más del total de activos consolidados del emisor).

Garantías: Las emisiones de bonos con cargo a las líneas no cuentan con garantías específicas.

Resumen Financiero - Transnet S.A.

(Cifras en millones de pesos nominales)

Tipo de cambio al final del periodo (Ch\$ por US\$)

	524,5	507,1	636,5	496,9	532,4
	Marzo 2010	2009	2008	2007	2006
	12 m	12 m	12 m	12 m	12 m
	IFRS	IFRS	Chilean GAAP	Chilean GAAP	Chilean GAAP
Rentabilidad (%)					
EBITDA Operativo	43.470	43.233	40.429	34.331	29.287
Margen de EBITDA (%)	70,8	70,6	73,1	73,1	72,9
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	-3	-10,5	-11,8	-9,1	-31,3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	10,2	13,5	20,8	18,9	17,8
Coberturas (x)					
EBITDA Operativo/ Gastos Financieros	9,5	7,2	8,4	8,5	7,7
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	4,4	3,6	5,6	7	6,3
FCF / Servicio de Deuda	0,3	0	-0,2	0	-1,9
(FCF + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	0	-0,2	0	-1,9
CFO / Inversiones de Capital	2	1,7	1,5	1,6	1
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)					
Deuda Financiera / EBITDA Operativo	2,4	2,4	2,4	2,3	2,5
Deuda Financiera Neta / EBITDA Operativo	2,4	2,4	2,4	2,3	2,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,6	6	5,6	5,4	6
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total	0	0,1	0	0	0
Balance					
Total Activos	358.735	359.797	234.455	201.042	179.684
Caja e Inversiones Corrientes	5	22	151	95	46
Deuda Financiera Corto Plazo	5.220	5.945	2.444	915	860
Deuda Financiera Largo Plazo	99.771	98.264	93.051	76.528	71.512
Deuda Financiera Total	104.991	104.209	95.495	77.443	72.372
Total Patrimonio	212.660	208.546	119.195	103.120	93.306
Capitalización Ajustada	317.651	312.755	214.690	180.563	165.678
Flujo de Caja					
Flujo de Caja Operativo (CFO)	34.813	31.198	28.792	30.470	19.489
Inversión en Activo Fijo	-17.496	-18.437	-19.165	-19.127	-19.953
Dividendos	-19.177	-19.177	-16.142	-15.604	-12.088
Flujo de Fondos Libre (FCF)	-1.861	-6.416	-6.515	-4.261	-12.552
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	55	55	594	319	264
Otras Inversiones, Neto	-19.324	-19.286	-3.676	11.027	-4.229
Variación Neta de Deuda	13.112	10.344	10.504	0	16.191
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	7.007	15.176	-911	-7.107	0
Variación de Caja	-1.012	-127	-4	-22	-326
Estado de Resultados					
Ventas Netas	61.439	61.210	55.316	46.984	40.149
Crecimiento Ventas Netas		10,7	17,7	17	17,8
EBIT	32.268	32.087	32.609	27.618	23.517
Gastos Financieros	4.592	6.009	4.813	4.020	3.791
Resultado Neto	21.525	22.190	23.125	18.610	16.080

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEBSITE 'WWW.FITCHRATINGS.COM'. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE 'CODE OF CONDUCT' SECTION OF THIS SITE.

Copyright © 2010 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.