



Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s

Ximena Oyarce L.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

ximena.oyarce@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

**Celeo Redes  
Operación Chile S.A.**

Noviembre 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 22433 5200  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

| Categoría de riesgo    |                  |
|------------------------|------------------|
| Tipo de instrumento    | Categoría        |
| Línea de bonos y bonos | AA-              |
| Tendencia              | Estable          |
| EEFF base              | 30 de junio 2020 |

| Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda |                      |
|---|----------------------|
| Línea de bonos                                      | Nº 856 de 07.04.2017 |
| Serie A (BCELE-A)                                   | Primera Emisión      |

| Estado de Resultados Consolidado, IFRS |               |               |               |               |               |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| MUS\$                                  | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          | Jun-20        |
| Ingresos de Actividades Ordinarias     | 29.122        | 32.019        | 49.882        | 49.997        | 24.594        |
| Costo de Ventas                        | -6.227        | -7.149        | -9.980        | -9.826        | -4.715        |
| <b>Ganancia bruta</b>                  | <b>22.895</b> | <b>24.870</b> | <b>39.902</b> | <b>40.171</b> | <b>19.879</b> |
| Gastos Administración y Venta          | 3.494         | 4.098         | 4.006         | 2.867         | 1.462         |
| <b>Resultado Operacional</b>           | <b>18.060</b> | <b>19.995</b> | <b>35.827</b> | <b>37.106</b> | <b>18.585</b> |
| Gastos Financieros                     | -13.153       | -37.218       | -27.149       | -27.383       | -13.113       |
| <b>Utilidad Neta</b>                   | <b>832</b>    | <b>8.606</b>  | <b>10.784</b> | <b>8.820</b>  | <b>4.693</b>  |
| EBITDA                                 | 22.155        | 24.797        | 42.361        | 43.664        | 21.853        |

| Estado de Situación Financiera Consolidado, IFRS |                |                |                |                |                |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| MUS\$  | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | Jun-20         |
| Activos Corrientes                               | 47.634         | 206.403        | 59.397         | 39.720         | 43.618         |
| Activos No Corrientes                            | 435.105        | 504.540        | 659.089        | 559.184        | 554.970        |
| <b>Total Activos</b>                             | <b>482.739</b> | <b>710.943</b> | <b>718.486</b> | <b>598.904</b> | <b>598.588</b> |
| Pasivos Corrientes                               | 29.007         | 16.611         | 30.319         | 17.984         | 19.957         |
| Pasivos No Corrientes                            | 355.959        | 617.876        | 616.951        | 555.758        | 537.588        |
| Total Pasivos                                    | 384.966        | 634.487        | 647.270        | 573.742        | 557.545        |
| Patrimonio                                       | 97.773         | 76.456         | 71.216         | 25.162         | 41.043         |
| <b>Total Pasivos y Patrimonio</b>                | <b>482.739</b> | <b>710.943</b> | <b>718.486</b> | <b>598.904</b> | <b>598.588</b> |
| Deuda Financiera Total                           | 381.386        | 608.440        | 573.988        | 557.786        | 537.357        |

## Opinión



### Fundamentos de la clasificación

**Celeo Redes Operación Chile S.A. (CROCH o Celeo Redes)** es una empresa de transmisión eléctrica que, mediante Sociedades de Propósito Especial (SPE), opera en el Sistema Eléctrico Nacional. Según información pública, la compañía cuenta con un total de 710 km<sup>1</sup> de líneas de transmisión en voltajes de entre 220 kV y 500 kV conectadas a 5 subestaciones.

En el ejercicio de 2019 la empresa generó ingresos por aproximadamente US\$ 50 millones y un EBITDA de US\$ 43,6 millones. Por su parte, en los seis primeros meses de 2020, sus ingresos alcanzaron a US\$ 24,6 millones, con un EBITDA de US\$ 43,6 millones (año móvil), mientras que su deuda financiera al 30 de junio de 2020 ascendía al equivalente de US\$ 537,4 millones, compuesta en un 33,8% por bonos emitidos en Chile y 66,2% por papeles colocados en Estados Unidos.

La clasificación de riesgo de los títulos de deuda emitidos por **Celeo Redes** en "Categoría AA-" se fundamenta, principalmente, en la elevada estabilidad y predictibilidad de los flujos del emisor y en una estructura financiera que traspasa a los bonistas las fortalezas propias del negocio de transmisión.

Dentro de las fortalezas del negocio de transmisión destaca el hecho que los ingresos provenientes de la operación dependen, por disposiciones legales, de la remuneración a que se tiene derecho por la inversión realizada en infraestructura, al margen del nivel de actividad del sector eléctrico y/o usos de las líneas de transmisión; en este contexto, **Celeo Redes** presenta ingresos estables.

Dentro de las fortalezas del negocio de transmisión destaca el hecho que los ingresos provenientes de la operación dependen, por disposiciones legales, de la remuneración a que se tiene derecho por la inversión realizada en infraestructura, al margen del nivel de actividad del sector eléctrico y/o usos de las líneas de transmisión; en este contexto, **Celeo Redes** presenta ingresos estables<sup>2</sup>. Si a ello se suma el bajo nivel de costos y gastos que implica la operación de la compañía, se desprende para el emisor un EBITDA también estable y elevado como porcentaje de los ingresos (87,9% a junio 2020).

Por su parte, la estructura financiera del emisor, incluyendo los bonos emitidos en Chile y en Estados Unidos, presentan un perfil de vencimientos semestrales que se adecúa a su capacidad de generación de flujos, con ausencia de descalces y, por ende, en condiciones normales, sin necesidad de requerir de nuevas deudas para

<sup>1</sup> Cifra alineada con información disponible por parte del Coordinador Eléctrico y el gremio de Empresas Eléctricas A.G. No obstante, bajo las definiciones propias de la compañía, se decide contabilizar los kilómetros de líneas por tramo y no por circuito, lo que da una cifra final de 454 km, distribuidos en 256 km para el proyecto AJTE y 198 km para el proyecto CHATE. La diferencia se obtiene al contabilizar los tramos AJTE 3 y 4 de forma conjunta v/s independiente.

<sup>2</sup> Cabe destacar que para el período 2020 los ingresos se vieron afectados por retrasos en las labores de ampliación, no obstante, se espera la regularización de éstos durante el segundo semestre de 2021.

dar cumplimiento a las obligaciones asumidas. Las operaciones financieras han sido diseñadas bajo un esquema de *pari passu*, con restricciones y exigencias que reducen el riesgo a los bonistas; entre ellos, determinación del uso de caja (cascada de pagos), reservas para servicio de la deuda y para gastos de operación y mantenimiento<sup>3</sup> y condicionamiento al pago de dividendos asociados al ratio de cobertura de servicio de la deuda. Asimismo, se establece la garantía de las filiales operativas.

Por otra parte, la evaluación incluye como un elemento favorable la existencia de un marco regulatorio regido por criterios técnicos e institucionalmente sólidos lo cual, sumado a la importancia de la industria energética para el desarrollo del país, se puede concluir que el sector es de bajo riesgo y que exhibe una fuerte correlación con el riesgo general del país. Sin perjuicio de ello, los clientes y deudores de la empresa se caracterizan, en general, por presentar una adecuada capacidad de pago.

A su vez, esta clasificación se fundamenta en la capacidad mostrada por el emisor, y ratificada en los hechos, para acceder a fuentes de financiamiento, nacionales e internacionales, característica que le permite una adecuada flexibilidad para financiar sus inversiones y/o refinanciar sus pasivos, si eventualmente se requiriese. En forma complementaria, se evalúa como positivo el apoyo financiero y/o técnico que le pueden prestar sus accionistas y al hecho que la industria presenta elevadas barreras de entrada y una competencia acotada.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra restringida por el elevado endeudamiento de la compañía en relación con la categoría de riesgo asignada, al margen que se reconozcan las bondades de la estructuración de la deuda.

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, no se puede desconocer que actualmente el ambiente nacional está más propenso a revisar los términos de las normativas de las empresas reguladas, en particular en lo relativo a la fijación de precios.

Otro factor de riesgo considerado dice relación con la concentración de clientes. De hecho, el 51,3% de los ingresos de **Celeo Redes** se concentra en los cinco principales. Sin perjuicio de esta exposición a un grupo reducido de clientes, como ya se mencionó, el riesgo se ve fuertemente atenuado por el hecho de que los principales clientes presentan un nivel de solvencia adecuado.

<sup>3</sup> En cuentas restringidas.

En relación a 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.

A futuro, la clasificación de riesgo podría verse favorecida si la sociedad disminuye en forma importante su nivel de deuda.

Asimismo, para mantener la clasificación es necesario que el emisor no esté sujeto a eventos que puedan disminuir su capacidad de generación de largo plazo.

### 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 82,4% en los últimos tres años.
- Estructuración de la deuda.

#### 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.

#### 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 2019

Los ingresos de **CROCH** llegaron a US\$ 50 millones en 2019, monto similar al alcanzado en el mismo período de 2018.

Los costos de explotación disminuyeron un 1,5% a US\$ 9,8 millones, aproximadamente. Esto se debió, principalmente, a la exclusión del proyecto Diego de Almagro Transmisora de Energía S.A. (DATE) de la consolidación realizada por **CROCH**, lo que en consecuencia significó que no se registraran costos de venta tanto en el 2019 como tampoco en 2018, dado que el proyecto aún no entraba en operación comercial. En tanto, los gastos de administración y ventas disminuyeron en un 28%.

De esta forma, en el ejercicio de 2019 el EBITDA<sup>4</sup> de la compañía finalizó en US\$ 43,6 millones, monto superior en 3% al registrado en igual período del año 2018. En tanto, la utilidad del período alcanzó un monto de US\$ 8,8 millones, inferior en un 18,2% en relación al cierre del año anterior.

### Resultados a junio de 2020

Entre enero y junio de 2020, los ingresos de **CROCH** llegaron a US\$ 24,6 millones, monto inferior en un 1,6% en relación al mismo período de 2019.

Los costos de explotación llegaron a US\$ 4,7 millones, presentando una disminución de 4,5% respecto a igual período de 2019, como consecuencia, principalmente, de la apreciación de la UF respecto al dólar, lo que implicó que el costo de ventas individual de las sociedades Alto Jahuel Transmisora de Energía S.A. (AJTE) y Charrúa Transmisora de Energía S.A. (CHATE) presentaran una baja, esto debido a que sus contratos de operación y mantenimiento están establecidos en UF. Por el contrario, los gastos de administración presentaron un aumento de 3% a la misma fecha comparativa.

De esta forma, el EBITDA de la compañía fue de US\$ 21,9 millones, mientras que el margen EBITDA de la compañía de 87,9%. En tanto, la deuda financiera de la compañía ascendió a US\$ 537,4 millones.

## Oportunidades y fortalezas

**Estructura de remuneraciones:** Los ingresos de transmisión no dependen de la demanda eléctrica, ya que las tarifas remuneran el derecho a uso de sus instalaciones de transmisión, ingresos que aumentan en la

<sup>4</sup> En este apartado se presenta el EBITDA reportado por la compañía en sus estados financieros. En el resto del informe, el EBITDA corresponde al calculado por esta clasificadora

medida que sea necesario construir nuevas instalaciones de transporte de electricidad<sup>5</sup>. Sin perjuicio de ello, cabe señalar que la necesidad 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.

**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.

**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. En los últimos tres años, el EBITDA de la empresa ha promediado cerca de un 82,4% de los ingresos. Además, cabe señalar que se trata de una industria, por los niveles de inversión, con altas barreras de entrada y con bajo nivel de competencia (sobre todo por la geografía chilena).

**Experiencia y apoyo de los accionistas:** Los propietarios de la compañía—Elecnor y APG—poseen una elevada fortaleza financiera. Al cierre de 2019, Elecnor presentaba activos por US\$ 3.340,7 millones, mientras que APG manejaba activos por un monto de US\$ 5.049,13 millones al cierre de 2018.

**Buen acceso a las fuentes de financiamientos externos:** La empresa ha mostrado, en los hechos, que tiene un adecuado acceso a los créditos de bancos e inversionistas, tanto locales como extranjeros; ello queda reflejado por el bono en Chile y USA que a la fecha implican deudas por US\$ 181,5 millones y US\$ 355,9 millones, respectivamente

**Estructuración de la deuda:** La deuda emitida en Chile y en Estados Unidos implican, en conjunto, vencimientos anuales inferiores al flujo de caja de la empresa, en particular hasta el año 2036, en donde ya se habría amortizado cerca del 40% del pasivo financiero. Con el FCLP<sup>6</sup> esperado, supera en 52,0% el máximo vencimiento anual hasta el ejercicio de 2036; para los años posteriores esta holgura es cerca del 16,9%, salvo el 2047 que es de 58,2% (pero para esa fecha la deuda estará prácticamente extinguida).

<sup>5</sup> Cabe señalar que en 2016 se aprobó una nueva ley de transmisión que cambia la remuneración del segmento zonal, los que se retribuirían por el derecho a uso de estas instalaciones desde el 1 de enero de 2018.

<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.

## Factores de riesgo

**Concentración de clientes:** La compañía presenta una gran concentración de sus ingresos; en los cinco principales concentra más del 50%. 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:** Considerando datos a junio de 2020, la empresa presenta una relación deuda financiera sobre EBITDA de 12,3 veces y una relación EBITDA sobre gastos financieros de 1,6 veces. 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 ello, 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 clasificada en 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

### Compañía

**Celeo Redes Operación Chile S.A.** fue constituida por escritura pública en octubre de 2016, no obstante, es la continuadora legal de Celeo Redes Ltda. formada el año 2011.

**CROCH**, para sus operaciones, actualmente cuenta con dos filiales: Alto Jahuel Transmisora de Energía S.A. (AJTE) y Charrúa Transmisora de Energía S.A. (CHATE). Según datos de Empresas Eléctricas A.G., **Celeo Redes** aporta con una longitud de líneas por circuito de 710 km.

**CROCH** es controlada en un 100% por Celeo Redes Chile Ltda., vehículo controlado en un 99,9% por Celeo Redes S.L. sociedad española, la que a su vez es controlada por Elecnor y APG, con participaciones de 51% y 49%, respectivamente.

Al cierre del año 2019, Elecnor presentaba activos por US\$ 3.340,7 millones, posicionándola como una de las principales corporaciones globales en el desarrollo, construcción y operación de proyectos. Por otra parte, APG maneja activos en representación del plan de pensiones holandés para más de 4,5 millones de afiliados, con activos administrados a diciembre de 2018 por US\$ 5.049,13 millones.

## **Unidades de negocio**

La compañía opera con dos filiales: Alto Jahuel Transmisora de Energía S.A. (AJTE) y Charrúa Transmisora de Energía S.A. (CHATE), las cuales recorren la zona centro sur de Chile.

### **Aalto Jahuel Transmisora de Energía S.A. (AJTE)**

Esta filial es una sociedad constituida en el año 2010. Conecta la subestación de Alto Jahuel, ubicada en la comuna de Buin en la Región Metropolitana con la subestación de Ancoa, ubicada en la comuna de Colbún, en la Región del Maule. Cuenta con 256 km de extensión en 500 kV en doble circuito. Sus ingresos a junio de 2020 alcanzaron US\$ 15,3 millones.

### **Charrúa Transmisora de Energía S.A. (CHATE)**

CHATE se constituyó el 2013 con el fin de construir, desarrollar, poseer, operar y mantener una línea de transmisión de 500 kV, conectando la subestación Ancoa, ubicada en la comuna de Colbún en la Región del Maule con la subestación de Charrúa, ubicada en la comuna de Cabrero, Región del Biobío. Esta conexión se extiende por 198 km. Sus ingresos a junio de 2020 alcanzaron US\$ 9,2 millones.

## **Distribución de ingresos por unidades de negocio**

La distribución de los ingresos a junio de 2020, de las filiales AJTE y CHATE, se muestran en la Ilustración 1, donde AJTE presenta un 62,4% de éstos (US\$ 15,3 millones), mientras CHATE presenta un 37,6% (US\$ 9,2 millones).

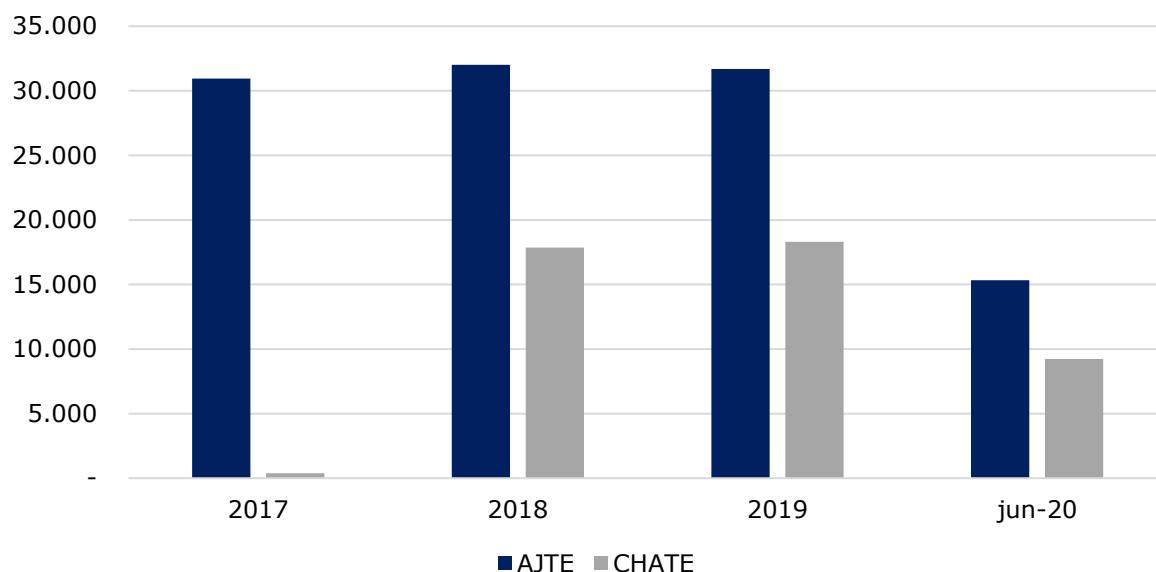


Ilustración 1: Distribución de ingresos de AJTE y CHATE

## Clients

El mercado en que participa **CROCH** está conformado por generadoras que inyectan energía en los sistemas de transmisión para llegar a sus clientes. El principal ingreso de la compañía se da por el pago de peajes de transmisión y uso de sus líneas y por el transporte de la energía desde los centros de generación a los distintos lugares de consumo.

Dentro de las ventas por cliente, a junio de 2020, destaca Enel Distribución Chile S.A. con el 13,3% en la participación de los ingresos, tal como lo muestra la Ilustración 2. Cabe señalar que, en general, las empresas generadoras presentan una adecuada solvencia financiera.

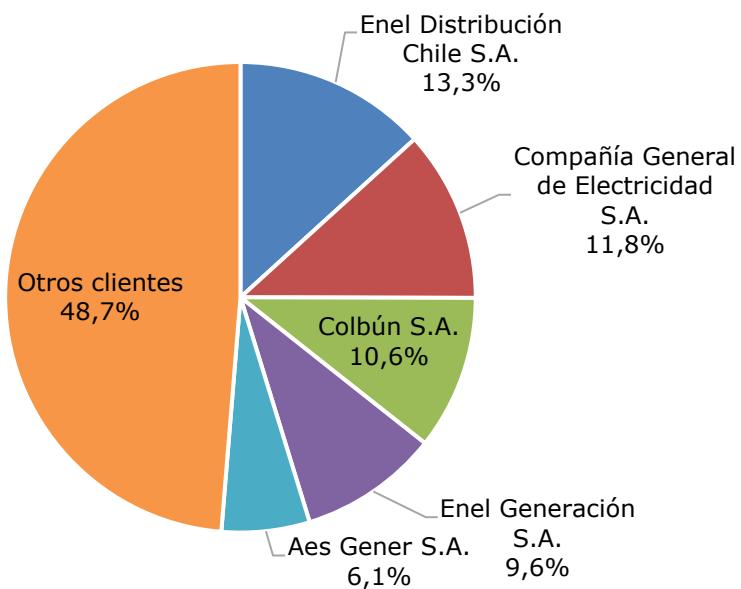


Ilustración 2: Concentración de los ingresos según cliente

## 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.

Posteriormente, con una periodicidad anual la Comisión Nacional de Energía (Comisión) tendrá que llevar a cabo un proceso de planificación de la transmisión, el que deberá considerar, al menos, un horizonte de 20 años. Esta planificación abarcará 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 licitará las obras nuevas y las obras de ampliación establecidas. Las obras nuevas adjudicadas se remunerarán a través del Valor Anual de Transmisión por Tramo (V.A.T.T.) ofertado 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 formará 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 periodo 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 periodo 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

### Evolución de ingresos y EBITDA

Los ingresos de la compañía tienden a ser estables, dado que las tarifas reguladas se fijan cada cuatro años y, desde el 1 de enero de 2018, dependen 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.

Dado lo anterior, los ingresos pueden aumentar en la medida que se incorporen nuevas obras productivas. En línea con ello, el EBITDA sigue muy de cerca la tendencia de los ingresos, manteniéndose una elevada y estable relación, cercana al 90%. Similar tendencia sigue los flujos operacionales y el flujo de caja de largo plazo (FCLP<sup>7</sup>).

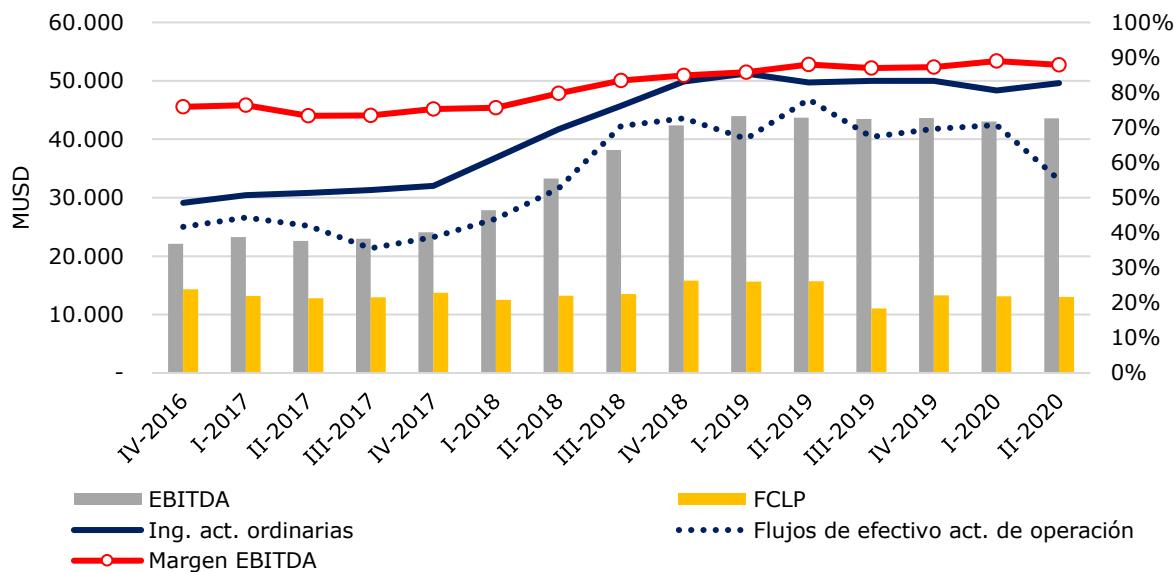


Ilustración 3: Evolución de los ingresos, EBITDA, FCLP y flujo efectivo de la operación

## Calce de flujos

Dentro de las principales fortalezas de la estructuración de la deuda de **CROCH**, destaca el adecuado calce entre los flujos anuales del emisor y el vencimiento programado para su deuda. En efecto, la holgura de ingresos queda en evidencia al contrastar el EBITDA de la empresa a junio de 2020, anualizado, con las cuotas anuales de todos los bonos emitidos por la empresa. Esta holgura es mayor si el mismo ejercicio se lleva a cabo utilizando las proyecciones de la compañía. La Ilustración 4 muestra la situación descrita.

<sup>7</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.

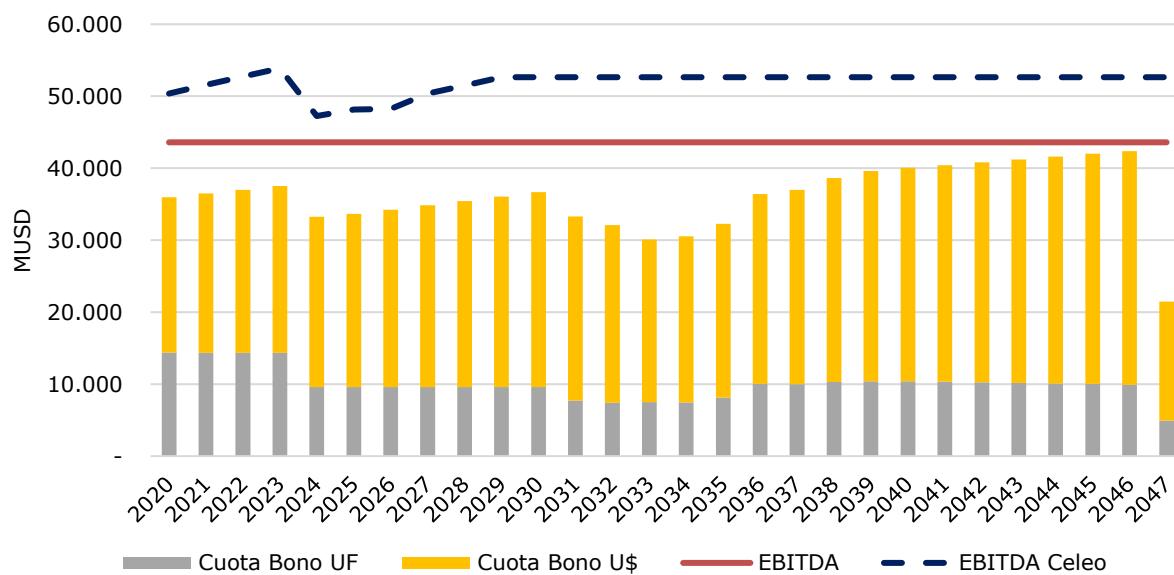


Ilustración 4: Calce de Flujos

La holgura de flujos de ingresos también se manifiesta al contrastar el FCLP<sup>8</sup> con el pago de amortizaciones de la deuda, tal como se refleja en el gráfico 5. Todo ello muestra que la empresa está capacitada para resistir hipotéticas bajas razonables en sus tarifas y mantener un adecuado perfil de pago de la deuda.

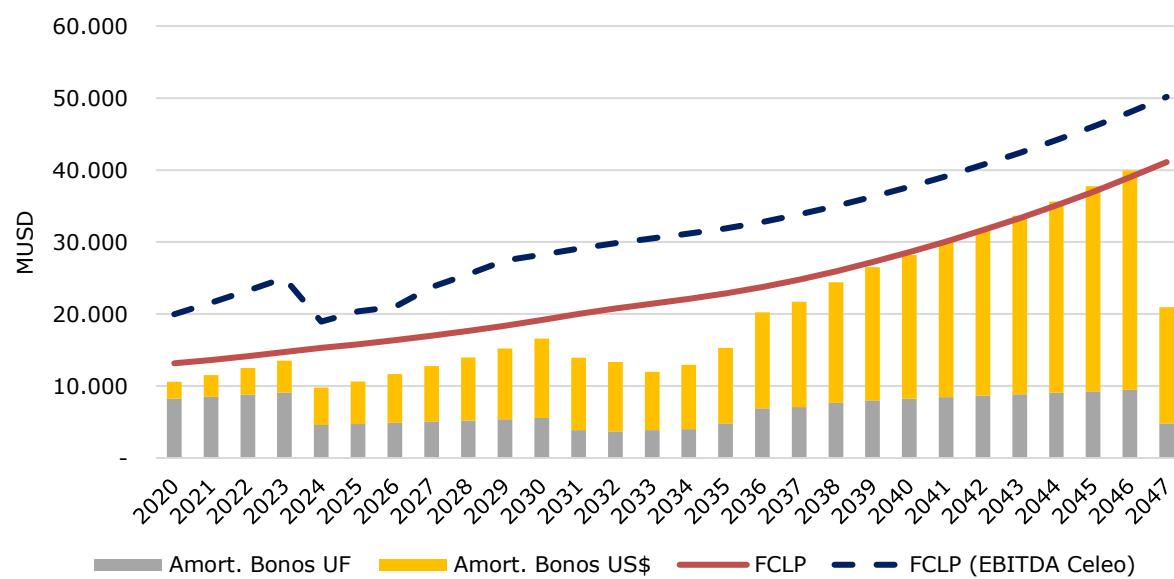


Ilustración 5: FCLP sobre Amortizaciones

<sup>8</sup> Considerando una tasa de crecimiento anual de 0,5%.

## Evolución del endeudamiento y liquidez

El endeudamiento financiero de **CROCH**, medido en términos relativos como la relación entre deuda financiera (DF) y el EBITDA, ha fluctuado entre las 12,3 veces en su nivel mínimo, y 26,4 veces en su nivel máximo. A junio de 2020, esta relación fue de 12,3 veces, tal como se muestra en la Ilustración 6.

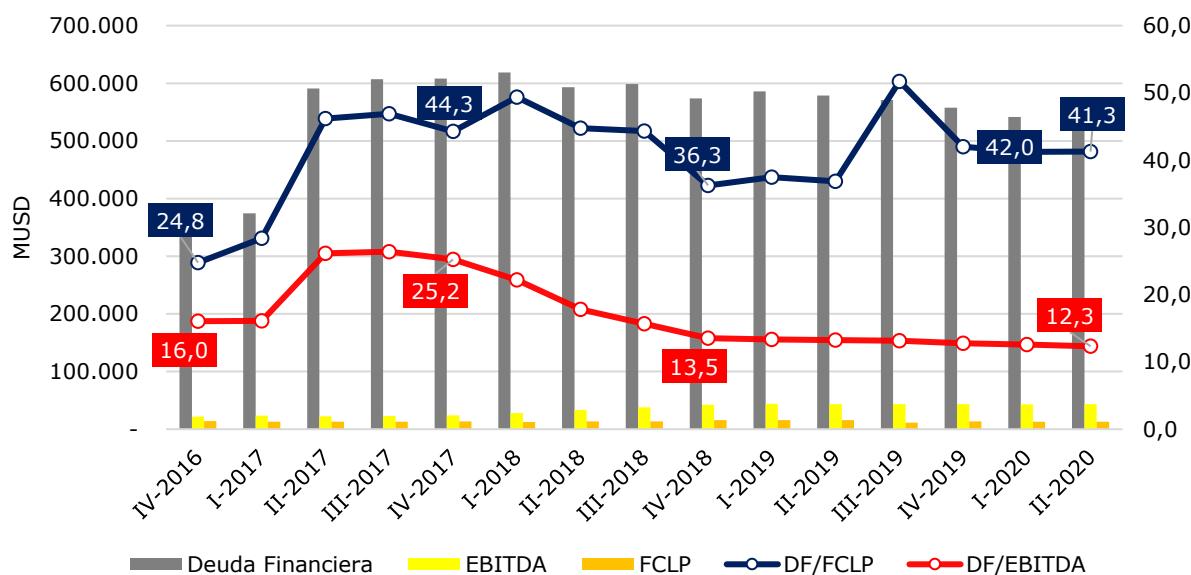


Ilustración 6: Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP

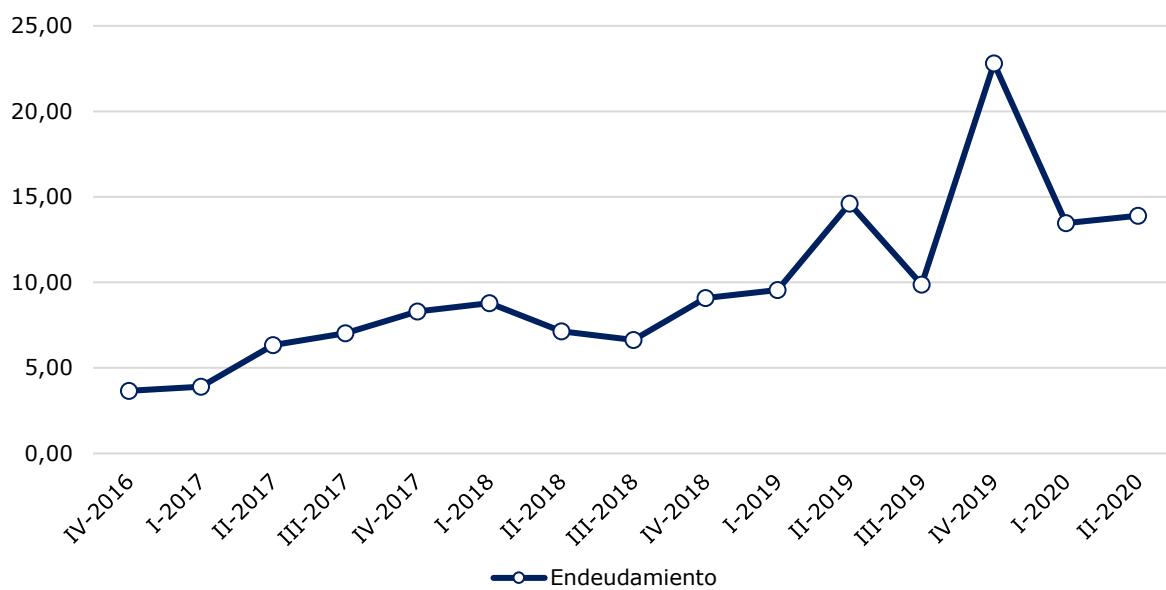


Ilustración 7: Evolución pasivo exigible sobre patrimonio

La evolución del *leverage* de la compañía ha mostrado una tendencia al alza, en el tercer trimestre de 2019, tal como se muestra en la Ilustración 7. Lo anterior, responde a la disminución del capital de la sociedad en

US\$40,1 millones efectuado a mediados de diciembre de 2019, con el objetivo de pagar deuda intercompañía con su matriz. De esta forma, la relación entre pasivo exigible y patrimonio de la compañía pasó de 9,87 veces—en junio de 2019—a 22,8 veces, según los datos de los estados financieros al cierre de 2019. A junio de 2020, este indicador alcanzó 13,9 veces.

Por su parte, la liquidez<sup>9</sup> de la empresa ha presentado valores adecuados, que han oscilado entre las 26,7 veces y 1,2 veces. El monto máximo, de características excepcionales, fue alcanzado en el segundo trimestre del año 2017 a consecuencia de emisiones de bonos, una de UF y otra en dólar, por un monto de USD \$223,7 millones y USD \$379 millones, respectivamente, los cuales fueron destinados al prepago de las obligaciones financieras que registraban sus filiales Alto Jahuel Transmisora de Energía S.A. y Charrúa Transmisora de Energía S.A., y a enfrentar los costos y gastos asociados a ellas. A junio de 2020, la compañía presentó una liquidez de 2,1 veces.

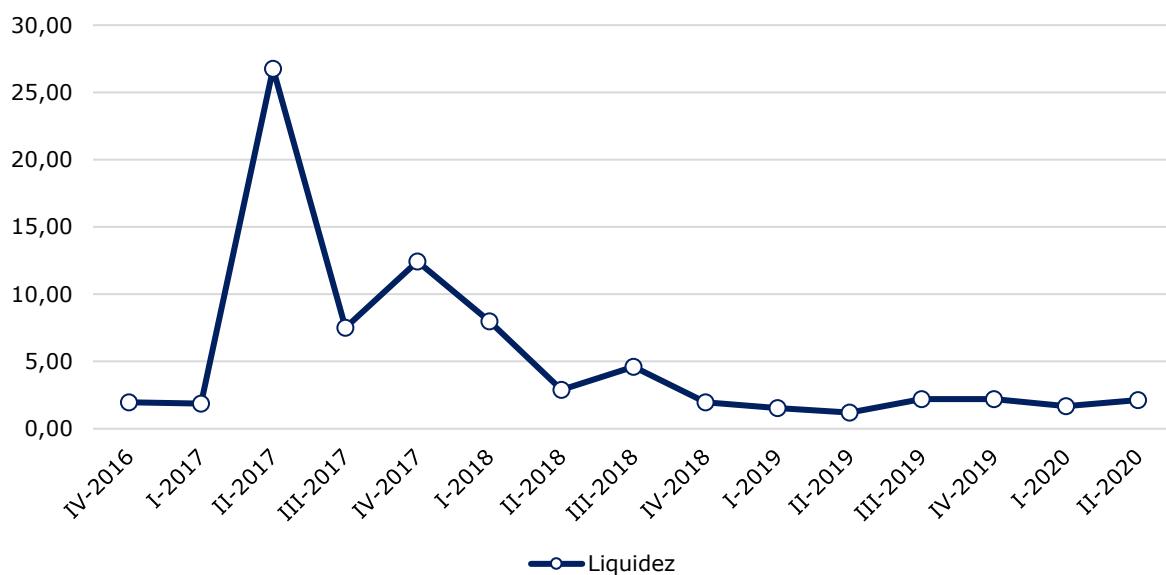


Ilustración 8: Evolución de la razón circulante

## Evolución de la rentabilidad<sup>10</sup>

La rentabilidad total del activo y la rentabilidad operacional de **CROCH** han sido bastante estables en los últimos años, lo que es un reflejo precisamente de la estabilidad y el relativo bajo riesgo del negocio de transmisión eléctrica. Una volatilidad un tanto mayor alcanza la rentabilidad del patrimonio, en donde en el año 2017 llegó a valores negativos a consecuencia de la baja de instrumentos de derivados tanto de AJTE como CHATE. La rentabilidad se puede apreciar en la Ilustración 9.

<sup>9</sup> Razón circulante = activos circulantes o corrientes / pasivos circulantes o corrientes.

<sup>10</sup> Rentabilidad del activo = utilidad / (activos totales promedio); rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos circulantes o corrientes + activos fijos, promedio); rentabilidad del patrimonio= utilidad del ejercicio/patrimonio promedio). Las rentabilidades a septiembre contemplan flujos del último año móvil correspondiente.

## Índice de cobertura global

El indicador de cobertura global es calculado como el valor presente de los flujos de caja libre proyectados durante el período de vigencia del título de deuda, descontados a la tasa del bono, sobre el saldo insoluto de la deuda financiera total que a la fecha mantiene la transmisora. Así, si el indicador muestra una relación mayor a uno, los flujos de caja de la concesión, sin considerar pagos a los accionistas, son superiores al monto de la deuda. En el caso de **CROCH**, el indicador exhibe durante todo el período valores superiores a 1,2 veces, con una tendencia al alza a partir de 2018; sin embargo, este ratio se incrementa a 1,8 veces si dentro de los flujos se incluyen los que se generan con posterioridad al término de los bonos. La evolución y proyección para la presente década del indicador de cobertura global se muestra a en la Ilustración 10.

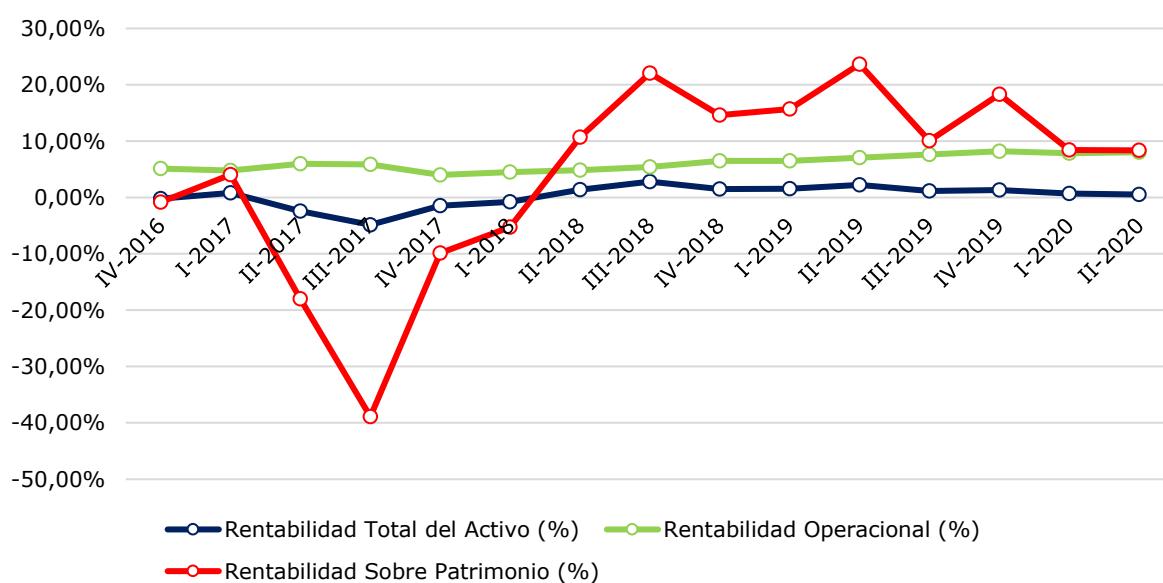


Ilustración 9: Evolución de las rentabilidades

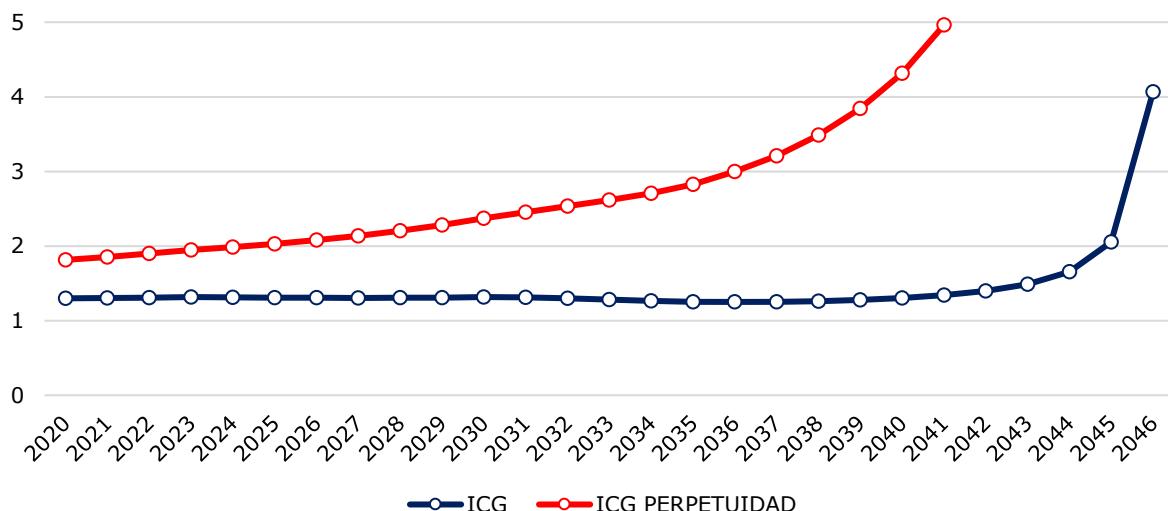


Ilustración 10: Índice de cobertura global

## Línea y series de bonos inscritas y vigentes

| Línea de Bonos       |              |
|----------------------|--------------|
| <b>Inscripción</b>   | <b>856</b>   |
| Fecha de inscripción | 07/04/2017   |
| Plazo de la línea    | 40 años      |
| Monto máximo         | UF 8.000.000 |
| Emisiones            |              |
| Serie                | A            |
| Estado               | Colocada     |
| Monto inscrito       | UF 5.410.500 |
| Fecha de inscripción | 18/04/2017   |
| Tasa de carátula     | 3,35%        |
| Vencimiento          | 30 años      |

"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."