

Reporte

FELLER RATE BAJA DE “AA+” A “A+” CLASIFICACIÓN DE TRANSELEC Y LA RETIRA DE “CREDITWATCH NEGATIVO”. LAS PERSPECTIVAS DE LA CLASIFICACIÓN SON “ESTABLES”.

Contacto

Manuel Acuña / manuel.acuna@feller-rate.cl / Fono: (562) 757-0445

Gonzalo Oyarce / gonzalo.oyarce@feller-rate.cl / Fono: (562) 757-0400

Santiago, Chile – 27 de septiembre de 2006. Feller Rate bajó de “AA+” a “A+” las clasificaciones de la solvencia y de los bonos de Transelec S.A. (ex HQI Transelec Chile). La clasificación fue retirada del listado de “Creditwatch con implicancias negativas” y se asignaron perspectivas “Estables”.

La baja de la clasificación responde al mayor nivel de endeudamiento que asumirá Transelec, tras el refinanciamiento de la deuda utilizada por sus nuevos accionistas como parte de la adquisición de la empresa. De acuerdo con el plan del holding (consorcio propietario), Transelec incorporará cerca de US\$ 450 millones de deuda adicional, que elevarán la relación deuda financiera total sobre Ebitda desde el nivel actual cercano a 4 veces hasta aproximadamente 6 veces.

La clasificación asignada se sustenta principalmente en el sólido perfil de negocios de Transelec. La empresa dispone de un favorable marco que regula las actividades de transmisión eléctrica en Chile, una fuerte posición de liderazgo y la experiencia operativa de su administración, aspectos que se traducen en una relativamente alta estabilidad esperada para sus niveles de rentabilidad y capacidad operacional de generación de caja.

En el ámbito financiero, para mitigar parcialmente el mayor nivel de deuda, la estructura de refinanciamiento contempla la incorporación de obligaciones y restricciones que fortalecen la posición de liquidez de Transelec y la prioridad estructural de su deuda respecto de los pasivos financieros que mantendrá el holding propietario. La empresa deberá mantener una reserva de fondos disponible para el servicio de su deuda y estará sujeta al cumplimiento de un “test” para distribuir excedentes por montos superiores al mínimo legal de dividendos. A pesar de que estas protecciones específicas contribuyen a aislar la calidad crediticia de Transelec del holding, Feller Rate espera que en el futuro la empresa presente, en su conjunto, políticas financieras más moderadas, acordes con la clasificación asignada.

En junio de 2006, un consorcio liderado por Brookfield Asset Management Inc. (“A-“ por Standard & Poor’s) adquirió en US\$ 1.685 millones el 100% de las acciones de HQI Transelec, que pertenecían a Hydro Québec (empresa de la Provincia de Québec, clasificada “A+” por Standard & Poor’s) y a International Finance Corp (“AAA” por Standard & Poor’s). Además de Brookfield, el consorcio lo integran tres sociedades canadienses dedicadas a la administración de inversiones y de fondos de inversión y pensiones. El valor de adquisición se financió inicialmente con un crédito bancario por US\$ 600 millones obtenido por el consorcio, y el saldo, con aportes de capital por parte de sus integrantes.

Brookfield, sociedad con base en Canadá, posee inversiones por más de US\$ 50 mil millones, destinados principalmente a los sectores de energía, infraestructura e inmobiliario. Entre sus inversiones destaca la filial Brookfield Power Inc. (“BBB” por Standard & Poor’s), empresa con más de 100 años de operación y que posee activos de distribución, transmisión y, fundamentalmente, de generación eléctrica (140 plantas generadoras con 3.500 MW), con presencia en Estados Unidos, Brasil y Canadá, donde es uno de los mayores operadores de la industria. Transelec representa la principal inversión de Brookfield en el negocio de transmisión eléctrica.

Transelec es la mayor empresa de transmisión eléctrica en Chile, con una fuerte posición competitiva, que favorece su participación en futuros proyectos de expansión de los sistemas en el país. Posee la mayor parte de las líneas de alta tensión en Chile, con un 100% las líneas de 500 kV, 51% de las de 220 kV y 99% de las de 154 kV. Opera más de 8.200 km de líneas, con presencia en los dos sistemas interconectados mayores de Chile (SIC y SING), donde es propietaria de prácticamente la totalidad del sistema troncal y de parte importante de los sistemas de subtransmisión y adicionales. Debido a las condiciones del mercado eléctrico en Chile y su regulación, sus operaciones de transmisión le proveen de una estable capacidad de obtención de ingresos, que no están expuestos a riesgos significativos asociados a variaciones en los volúmenes transportados y a incertidumbres tarifarias y de normas técnicas.

El esquema regulatorio, de acuerdo con la Ley Corta I publicada en marzo de 2004, establece que cada 4 años consultores expertos realizarán estudios técnicos para determinar el valor de inversión de las instalaciones (VI) de sistemas troncales y sus costos de operación, mantenimiento y administración (COMA). Ello, con el propósito de fijar el valor anual que deberá recaudar el propietario de las instalaciones, que se calculará como la anualidad del VI (AVI) más el COMA (ambos con fórmulas de indexación destinadas a mantener el valor real de éstos durante el período de 4 años). El AVI se calculará considerando la vida útil económica de cada tipo de instalación y una tasa de descuento de 10% real anual. Este estudio también determinará los planes de expansión requeridos por el sistema troncal, especificando las inversiones necesarias y si éstas corresponden a ampliaciones u obras nuevas. Las ampliaciones deberán ser realizadas por los dueños de las instalaciones y las obras nuevas serán adjudicadas en procesos de licitación competitivos. Entre los aspectos favorables que incorporó la nueva ley se encuentran: mayor certidumbre en la remuneración del total de las instalaciones y mejores esquemas de asignación de cobros a clientes y de solución de controversias, que son resueltas por un panel de expertos.

El primer estudio licitado para transmisión troncal y los requeridos para los sistemas de subtransmisión se encuentran en desarrollo, para finalizar durante 2006. De acuerdo con la metodología empleada en los estudios y los avances parciales publicados en la CNE para el estudio troncal, Transelec considera que sus resultados no afectarán significativamente la base de ingresos de la empresa. Además, Transelec estima que las eventuales reliquidaciones con sus clientes del sistema troncal, aplicables al período de transición (2004-2006), durante el cual la forma de recaudación y pago de las instalaciones de transmisión han continuado bajo las normas vigentes con anterioridad a la Ley Corta I, se realizarían en el transcurso del primer semestre de 2007.

No obstante lo anterior, inicialmente sólo un 40% de la actual base de ingresos de Transelec se encuentra bajo el esquema tarifario de la Ley Corta I. El restante 60% de los ingresos seguirán determinados por condiciones estables definidas en contratos privados con clientes, que principalmente están relacionados al grupo Endesa, con vigencia indefinida y que no pueden ser sujetos a revisiones antes de 2012.

Entre la base de clientes de Transelec, el grupo Endesa representa un 74% de los ingresos totales. Endesa está clasificado "A+/Positivas" por Feller Rate. El nivel de concentración en los ingresos se ve contrarrestado por la adecuada calidad crediticia de sus clientes, que básicamente corresponden a empresas generadoras eléctricas.

Según el esquema de refinanciamiento planeado para la deuda del holding propietario de Transelec, este último incorporará cerca de US\$ 450 millones de deuda adicional, a través de la colocación de nuevos bonos en UF en el mercado local. Estos fondos serán entregados al holding, que los utilizará para cancelar parte de su deuda por US\$ 600 millones y mantendrá un saldo aproximado de US\$ 150 millones de pasivos financieros con una estructura de pago de largo plazo.

Feller Rate considera que Transelec mantendrá su buen acceso a los mercados financieros internacionales y local. En marzo de 2007, la empresa enfrenta el vencimiento cercano a US\$ 200 millones, correspondientes a bonos locales expresados en UF, que posiblemente sean refinanciados utilizando el nuevo proceso de colocación de bonos en el mercado local, en conjunto con los US\$ 450 millones antes mencionados.

Incluyendo la nueva colocación de bonos a realizarse próximamente, Transelec presentará una deuda total del orden de US\$ 1.225 millones en bonos, con una estructura de vencimientos de largo plazo y tasas de interés fijas. La empresa enfrentará un riesgo de refinanciamiento más significativo en 2011, fecha en que vencen US\$ 465 millones en bonos 144-A. La exposición de esta deuda a variaciones cambiarias está mitigada por ingresos parcialmente indexados a dólar y por el uso de contratos de cobertura de instrumentos derivados swaps y forwards.

Se espera que la empresa en el futuro continúe cumpliendo, con una adecuada holgura, todos sus covenants financieros incluidos en sus bonos vigentes y en proceso de emisión. Entre estas restricciones se encuentra una limitación a sus pasivos exigibles totales para que se mantengan bajo 0,7 veces la capitalización total (0,59 veces a junio de 2006). El plan de refinanciamiento contempla que, en forma previa a la colocación de la nueva deuda, se produzca la absorción de Transelec por parte de su actual accionista mayoritario ("Nueva Transelec", ex-RentasIV, sociedad que posee un valor patrimonial contable equivalente al valor económico de adquisición de Transelec, considerablemente superior a su valor libro), la que entonces asumirá todas las obligaciones de Transelec. Bajo este escenario de fusión de sociedades, la incorporación de la deuda adicional cercana a US\$ 450 millones no incrementará el índice de endeudamiento recién mencionado respecto del nivel mostrado a junio de 2006 (su efecto es más que compensado por un mayor monto de capitalización total derivado del cambio en el valor patrimonial contable).

Los nuevos bonos que emitirá Transelec próximamente, además de incluir covenants de nivel de endeudamiento máximo y patrimonio mínimo, incorporan la obligación de mantener en todo momento una reserva de fondos para el servicio de su deuda financiera equivalente al total de pagos de intereses y capital a realizar durante los siguientes 6 meses, excluyendo los vencimientos de deuda tipo bullet. Se agrega, adicionalmente, que toda distribución de excedentes a sus accionistas, por montos superiores al mínimo legal de dividendos, estará sujeta al previo cumplimiento de una cobertura del flujo de caja operacional sobre gastos financieros superior a 1,5 veces, medida para 4 trimestres anteriores.

A junio de 2006, Transelec presenta un Ebitda anual del orden de US\$ 210 millones, un saldo de efectivo de US\$ 98 millones y deuda financiera total de US\$ 856 millones (incluidos intereses devengados y obligaciones de contratos swap), con una capacidad de cobertura del Ebitda sobre gastos financieros que ha alcanzado un nivel del orden de 3 veces.

Feller Rate estima que, debido al aumento del endeudamiento, en 2007 la cobertura de gastos financieros bajará a cerca de 2,5 veces. No obstante la mayor carga financiera, se espera que la empresa genere flujos de caja provenientes de la operación superiores a US\$ 100 millones.

Perspectivas

Las perspectivas "Estables" de la clasificación consideran la expectativa de que, tras el impacto en el perfil financiero del proceso de refinanciar el holding, Transelec no seguirá incrementando su nivel de endeudamiento y la cobertura del Ebitda sobre gastos financieros mantendrá un nivel mínimo cercano a 2,5 veces, aun en un futuro escenario de elevadas inversiones.

Producto del alto nivel de endeudamiento que alcanzará Transelec, no se prevé que su clasificación pueda mejorar en el futuro. En cambio, las perspectivas o la clasificación podrían verse afectadas a la baja en caso que las políticas financieras de la empresa se tornen más agresivas, la cobertura del Ebitda sobre gastos financieros presente una tendencia de reducción hacia las 2,0 veces u otras medidas de protección crediticia se debiliten en relación a lo esperado por Feller Rate.

Según su actual plan de desarrollo, entre 2006 y 2008, Transelec pondrá en servicio obras de expansión del sistema de transmisión troncal que representan inversiones cercanas a US\$ 103 millones, correspondientes a la ejecución de 8 de los 9 "proyectos de ejecución inmediata" decretados por el Ministerio de Economía en el contexto de la Ley Corta I (obras denominadas urgentes y que la autoridad definió su construcción antes del primer estudio de expansión del sistema troncal).

En los últimos 5 años, Transelec invirtió más de US\$ 230 millones en el desarrollo de sistemas de transmisión, sin incluir la adquisición de líneas en operación en el SING por US\$ 107 millones. En la actualidad, desarrolla un plan de inversiones del orden de US\$ 190 millones para el período 2006-2008. La próxima definición del plan de expansión según el primer estudio del sistema troncal contemplado en la Ley Corta I, determinará nuevos requerimientos de obras de ampliación para Transelec y oportunidades para participar en licitaciones para la construcción de obras nuevas. Pese a que dicho plan de expansión para el sistema troncal demandará requerimientos de inversión adicionales para Transelec, debido a que en su mayoría corresponderían a obras con puestas en servicio a partir de 2010, Feller Rate no espera que produzcan un incremento muy significativo sobre su actual plan de inversiones de corto y mediano plazo.

Transelec genera importantes flujos de caja provenientes de la operación disponibles para financiar inversiones. Sobre esta base, Feller Rate considera que las decisiones de inversión y de repartos de utilidades de la empresa no debieran resultar en mayores niveles de endeudamiento. Por el contrario, la reinversión de excedentes de caja operacionales debiera contribuir a incrementar su capacidad de generación de Ebitda, derivando en un paulatino, pero sostenido, mejoramiento de los indicadores de protección crediticia a partir de 2008. Adicionalmente, la empresa posee la capacidad para mantener una buena flexibilidad financiera, con adecuados niveles de saldos en efectivo y líneas de crédito disponibles.

En 2005, como resultado de un acuerdo con Endesa, Transelec inició estudios para la evaluación de la construcción de un sistema de transmisión de gran magnitud que uniría futuras centrales hidroeléctricas que se construirían en Aysén y el SIC. Los estudios relacionados tanto a dichas centrales como al sistema de transmisión se encuentran en fases muy preliminares. Se estima que recién en el período 2008-2009 podrían definirse las decisiones de construcción y el inicio de las obras. Por lo tanto, este proyecto no está incorporado en la clasificación de Transelec. No obstante, Feller Rate estima que en el caso eventual de obtener grandes licitaciones para nuevas obras transmisión troncal o de carácter privado, existen condiciones para que estos proyectos puedan ser financiados con estructuras sin recursos para la empresa o de manera que no afecte su calidad crediticia.