

Ratings

Makarena Gálvez
Subgerente Clasificación
mgalvez@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia	AA+	Primera Clasificación	Estable	Primera Clasificación	Metodología general de clasificación de empresas
Línea de bonos a 10 años (en proceso de inscripción)	AA+	Primera Clasificación (en proceso de inscripción)	Estable	Primera Clasificación (en proceso de inscripción)	Metodología general de clasificación de empresas
Línea de bonos a 30 años (en proceso de inscripción)	AA+	Primera Clasificación (en proceso de inscripción)	Estable	Primera Clasificación (en proceso de inscripción)	Metodología general de clasificación de empresas

Fundamentos de la clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **clasifica en categoría AA+, con tendencia “estable”**, la solvencia de Sistema de Transmisión del Sur S.A. (en adelante STS o la compañía).

La clasificación de riesgo de Sistema de Transmisión del Sur se sustenta principalmente en la regulación, mix de negocios, diversificación y tamaño, ambiente competitivo, cartera de clientes, la calidad de servicio y finalmente, la situación financiera de la compañía. Al respecto:

- **Regulación:** La compañía pertenece a una industria de bajo riesgo operacional, dadas las características de monopolio natural regulado. Además, gran parte de sus principales variables se encuentran acotadas o son altamente predecibles. Para una empresa regulada, se espera que los futuros aumentos en costos derivados de la regulación sean traspasados a los clientes.
- **Diversificación y tamaño:** STS exhibe un alto grado de relevancia dentro del grupo Saesa, tal que su operación en el negocio de transmisión zonal, nacional y dedicada, tiene efecto directo sobre la operación consolidada del grupo, dado que le otorgaría mayor diversificación geográfica y por actividades al grupo.

Asimismo, STS ha logrado diversificar aún más sus servicios, llegando a participar en licitaciones para la construcción, operación y mantenimiento de instalaciones de transmisión dedicada y nacional, a través de sus relacionadas STN, STC y SATT.

- **Ambiente competitivo:** En el caso de Sistema de Transmisión del Sur, el principal negocio de la compañía es el segmento de transmisión, destacando que no existe competencia relevante, dada las altas barreras de entrada que las inversiones asociadas a su infraestructura significan para otros competidores.

No obstante, STS estaría expuesta a procesos públicos (licitaciones de transmisión), instancias en la que la empresa podría verse enfrentada a mayores niveles de competencia, lo que, de alguna forma, podría incentivar a la compañía a presentarse con precios altamente competitivos y así, deteriorar sus niveles de crecimiento.

- **Cartera de clientes:** La compañía tiene un mix de clientes compuestos en su mayoría por empresas distribuidoras de energía, con un bajo perfil de riesgo.
- **Situación financiera:** ICR considera que la compañía mantiene una sólida posición financiera, impulsada por las características monopólicas del sector, que permiten inferir que no existirían cambios abruptos en la demanda del servicio. Asimismo, gran parte de las inversiones que la compañía realiza le permiten obtener beneficios tarifarios, otorgándole un escenario base de flujos estables y predecibles.

Durante junio 2018, STS exhibió un EBITDA¹ de \$12.462 millones, reflejando un crecimiento de 15,78% respecto al mismo trimestre de 2017. Por su parte, los niveles de endeudamiento total² y endeudamiento financiero neto³ se incrementaron levemente a 0,92 veces y 0,13 veces, respectivamente, mientras que el indicador de deuda financiera neta⁴ sobre EBITDA se mantuvo en niveles similares a los registrados en 2017, de 0,73 veces. Lo anterior, producto de la contratación de préstamos bancarios de corto plazo. Por su parte, la cobertura de gastos financieros netos⁵ fue de 52,27 veces.

Para el año 2018, ICR estima que los indicadores de endeudamiento de la empresa se incrementarían levemente, en función de la colocación de deuda que la compañía decida realizar. Sin embargo, estos se mantendrían en niveles acotados, inferiores a 1,10 veces, mientras que el indicador de deuda financiera neta/EBITDA mantendría su comportamiento, mostrándose inferior a 6,0 veces, permitiéndole ratificar el rating asignado. A junio 2018, la compañía cumple con holgura los resguardos financieros de sus instrumentos de deuda.

La estructura de los contratos, esto es, declaraciones y garantías, covenants y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que impliquen una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Antecedentes de la Compañía⁶

Sistema de Transmisión del Sur S.A. es una empresa filial indirecta de Inversiones Eléctricas del Sur S.A., controlada por Inversiones Grupo Saesa Ltda., que corresponde a la sociedad a través de la cual Ontario Teachers' Pension Plan Board (50%) y el fondo Alberta Investment Management Corporation (50%), controlan el grupo.

A su vez, Sociedad Austral de Electricidad S.A. se constituye como la controladora directa de la compañía.

La principal actividad de la compañía es el transporte de energía a las generadoras con contrato de suministro con empresas distribuidoras de las regiones del Bío Bío, Araucanía, Los Ríos y Los Lagos. Adicionalmente, la empresa realiza la prestación de servicios en todas las especialidades relacionadas con los sistemas eléctricos de transporte y transformación, tales como asesorías de diseño, construcción, mantenimiento y operación de sistemas.

Por otra parte, STS participa a través del 50,1% en la sociedad Sistema de Transmisión del Centro S.A., dedicada a la construcción, operación, mantenimiento y administración de instalaciones de transmisión o transporte de energía; explotación, desarrollo y comercialización de sistemas eléctricos para terceros.

Las filiales de Inversiones Grupo Saesa Limitada, vale decir, Inversiones Eléctricas del Sur S.A., Sagesa y filial, Sociedad Austral de Electricidad S.A. (y sus filiales, entre éstas STS) y Empresa Eléctrica de La Frontera S.A. componen un directorio de ocho integrantes, además de una plana ejecutiva superior que desempeña los mismos cargos y funciones en las sociedades del grupo, exceptuando la línea de transmisión Cabo Leones S.A., cuyo Directorio se compone por gerentes de la matriz.

De acuerdo a información publicada por la Comisión para el Mercado Financiero, el directorio de la compañía está constituido de acuerdo al siguiente cuadro:

La Industria

El sector eléctrico en Chile contempla actividades de generación, transmisión y distribución de energía eléctrica, las que son desarrolladas por el sector privado, cumpliendo el Estado y otros organismos estatales, una función reguladora, fiscalizadora y subsidiaria. Las empresas tienen capacidad de decisión respecto de sus inversiones, la comercialización de sus servicios y la operación de sus instalaciones, siendo, por tanto, responsables de la calidad del servicio otorgado en cada segmento, según lo estipule el marco regulatorio del sector.

Durante noviembre del 2017, el Sistema Interconectado del Norte Grande (SING), que cubría la zona entre Arica y Antofagasta y el Sistema Interconectado Central (SIC), que se extendía desde Tal-Tal a Chiloé, fueron interconectados, dando lugar a la generación del Sistema

DIRECTORIO	
Jorge Lesser García – Huidobro	Presidente
Iván Díaz Molina	Vicepresidente
Waldo Fortín Cabezas	Director
Juan Parot Becker	Director
Ben Hawkins	Director
Christopher Powell	Director
Stephen Best	Director
Stacey Purcell	Director

Tabla 1: Directorio, septiembre 2018.

(Fuente: CMF)

PRINCIPALES EJECUTIVOS	
Francisco Alliende Arriagada	Gerente General
Raúl González Rojas	Gerente Corporativo de Operaciones
Víctor Vidal Villa	Gerente de Administración y Finanzas
Sebastián Sáez Rees	Gerente Legal
Patricio Turén Arévalo	Gerente de proyecto SAP-Comercial
Marcelo Bobadilla Morales	Gerente de Comercialización
Rodrigo Miranda Díaz	Gerente de Regulación
María Dolores Labbé Daniel	Gerente de Personas
Charles Naylor Del Río	Gerente de Desarrollo de Negocios
Marcela Ellwanger Hollstein	Gerente de Planificación, Gestión y Riesgo
Marcelo Matus Castro	Gerente de Operaciones de Transmisión
Leonel Martínez Martínez	Gerente de Desarrollo Operacional
Bárbara Boekemeyer Slater	Gerente de Clientes
Diego Moenne-Loccoz González	Gerente de Comercialización
Paolo Rodríguez Pinochet	Gerente de Ingeniería y Construcción
Patricio Velásquez Soto	Subgerente de Prevención de Riesgo

Tabla 2: Principales ejecutivos de la compañía, septiembre 2018.

(Fuente: CMF)

En el caso de Sistema de Transmisión del Centro S.A. (STC), su Directorio está conformado por cinco miembros, donde cada accionista designa dos, dado lo anterior, STS, en su calidad de accionista, ha designado a gerentes de la matriz, destacando que hay uno con carácter de independiente⁷.

Eléctrico Nacional (SEN), el que representa más del 99% de la generación eléctrica nacional y es coordinado a través del Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC).

Por otro lado, existen varios sistemas medianos (SSMM) operados por empresas integradas verticalmente, entre ellas, la filial Edelayen, cuya capacidad instalada de generación es inferior a los 200 MW, pero superior a los 1.500 kW, y que atienden principalmente en las regiones de Los Lagos, Aysén.

GENERACIÓN

La generación eléctrica es una actividad caracterizada por la libre participación y no obligatoriedad de obtener concesiones, salvo para la construcción y operación de centrales hidroeléctricas.

En los sistemas interconectados como el SEN, existen tres mercados principales, los que se caracterizan por el tipo de clientes al que abastecen y el tipo de tarifa que aplican.

Mercado de Grandes Clientes: De acuerdo a las últimas modificaciones de la Ley Eléctrica, mediante la ley N° 20.805, publicada en enero de 2015, fue modificado el límite de potencia, aumentándolo desde 2 a 5 MW, opción deberá ejercerse por períodos de al menos cuatro años. Asimismo, los clientes entre 2 y 5 MW que originalmente eran tratados como libres, no podrán cambiarse de régimen tarifario durante cuatro años desde publicada esta Ley.

Mercado Mayorista: Segmento en el que participan las generadoras al realizar transacciones entre ellas, ya sea por medio de contratos o ventas a costo marginal.

Mercado de clientes regulados: Corresponde al segmento en el que se realizan transferencias de energía entre empresas generadoras y distribuidoras, para abastecer a clientes regulados.

El precio al que se realizan estas últimas transacciones se obtiene de licitaciones abiertas, transparentes y no discriminatorias el que actualmente se establece por un periodo mínimo de contrato de 20 años. Cabe señalar que los precios de compraventa de electricidad de las licitaciones se establecen a nivel de barras troncales (transmisión nacional). En forma posterior, los cargos por el uso de los sistemas de transmisión zonal se incorporan como un cargo adicional del generador a la distribuidora. Por lo tanto, el precio de venta a clientes regulados incorpora componentes de costos de generación, transmisión y de transmisión zonal.

Independiente del tipo de mercado al que abastezca un generador, las transferencias que se hacen entre generadores, se realizan al valor de costo marginal horario de éste. El organismo encargado de realizar estos cálculos es la Dirección de Peajes del Coordinador Eléctrico Nacional.

En el caso de los Sistemas Medianos, como Aysén, Palena y Carrera, cuya operación y explotación están en manos de la filial Edelaysen, los costos de generación y transmisión son determinados en base a un estudio específico realizado por la Comisión Nacional de Energía cada cuatro años.

TRANSMISIÓN

Los sistemas de transmisión se clasifican en tres grupos:

Transmisión Nacional (ex troncal): Con un nivel de tensión desde 220 kV llegando a ser las más relevantes del sistema. Se caracteriza por permitir el abastecimiento de la totalidad del sistema eléctrico nacional.

Transmisión Zonal (ex sub-transmisión): Transportan energía desde las líneas nacionales hasta los puntos de consumo.

Transmisión Dedicada (ex adicional): Conectan instalaciones de generación a los sistemas zonales o nacionales.

Por su parte, los sistemas de transmisión nacional y zonal, son de acceso abierto y con tarifas reguladas, mientras que, en transmisión dedicada, existen instalaciones de acceso abierto e instalaciones que no tienen esta característica, y los cargos por transporte se rigen por contratos privados entre las partes.

La información para definir los peajes es pública en todos los casos. El sistema de cobro de las empresas transmisoras constituye un peaje cargado a las empresas de generación y a los usuarios finales.

Este peaje permite a las compañías propietarias de las instalaciones de transmisión recuperar y remunerar sus inversiones en activos de transmisión y recaudar los costos asociados a la operación de dichos activos.

El peaje puede ser regulado por la Autoridad Regulatoria, determinado en Licitaciones Públicas o por contratos privados entre las partes.

Con la promulgación de la ley N° 20.936, y la creación de un organismo Coordinador Independiente del Sistema Eléctrico Nacional, las principales modificaciones al sistema son las siguientes:

- Planificación y estudios energéticos de largo plazo.
- Implementación de normas técnicas.
- Compensaciones por interrupciones de suministro.
- Tarifación de los sistemas de transmisión.

DISTRIBUCIÓN

De acuerdo a la legislación, se considera distribución, a toda la oferta de electricidad con un voltaje máximo de 23 kV, mientras que la oferta a voltajes mayores se entiende como transmisión.

Las compañías dedicadas a la distribución eléctrica operan bajo el sistema de concesiones, que definen los territorios en los cuales cada compañía se obliga a servir a los clientes regulados bajo un régimen de

tarifa máxima, conjugado con un modelo de empresa eficiente, fijada por la autoridad regulatoria.

El Valor Agregado de Distribución (VAD), constituido por los cargos de potencia (kW) y energía (kWh), cargos fijos y nivel de pérdidas eficientes, se fijan cada 4 años, al igual que sus respectivas fórmulas de indexación. La tarifa es fijada buscando una TIR de 10%, para cada empresa modelo sobre sus activos modelados.

Ventas a clientes regulados: Las tarifas que las empresas distribuidoras aplican a los clientes regulados se componen de un precio de nudo, cargo por Transmisión Nacional, Zonal y Dedicada, Cargo por Servicio Público y el VAD.

El precio de nudo refleja el costo medio de compra de energía y potencia a las generadoras que se adjudicaron las licitaciones de suministro de electricidad, el cual es traspasado a los clientes finales por medio de las empresas distribuidoras. Este precio es definido semestralmente, mediante la publicación en el Diario Oficial del Decreto de Precio de Nudo Promedio que se fija en mayo y noviembre de cada año y

con ocasión de la entrada en vigencia de un nuevo contrato de suministro licitado. Los cargos o peajes de transmisión corresponden a pagos por el uso de los sistemas de Transmisión, cuyos precios están fijados por la Autoridad o por Licitaciones Públicas.

Ventas a clientes libres o cobro de peaje: La tarifa cobrada a este tipo de clientes es fijada entre su correspondiente suministrador (que puede ser o no la distribuidora) y el mismo cliente, de acuerdo a condiciones de mercado que incluye el pago por el uso de las redes de distribución a las que se conecten (peaje de distribución).

Otros servicios asociados a la distribución: Las empresas distribuidoras reciben ingresos por los servicios asociados (SSAA) al suministro de electricidad o que se presten en mérito de la calidad de concesionario de servicio público, entre los que se incluyen el arriendo de medidores, corte y reposición de servicio, apoyo a empresas de telecomunicaciones y cargo por cancelación fuera de plazo como algunos de los más relevantes. Las tarifas por este tipo de servicios son fijadas cada 4 años, se determinan con ocasión de cada nuevo proceso tarifario de VAD.

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo del negocio de la compañía,

en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

REGULACIÓN

La compañía opera en un segmento del sector eléctrico en el que las instalaciones pueden ser de acceso abierto y con tarifas reguladas, como es el caso de la transmisión nacional y zonal. Asimismo, en el caso de transmisión dedicada, las instalaciones pueden ser de acceso abierto o no, mientras que los cargos por transporte se rigen por contratos privados entre las partes.

Dado el marco regulatorio vigente, ICR considera que Sistema de Transmisión del Sur pertenece a una industria en la que es posible recuperar y remunerar sus inversiones en activos de transmisión, así como también recaudar los costos asociados a la operación de tales instalaciones, a través del cobro de peajes.

El peaje puede ser regulado por la autoridad regulatoria o a través de procesos de licitaciones públicas.

En vista de las últimas modificaciones regulatorias, ICR considera que la nueva ley de transmisión N°20.936, otorgaría a la compañía perspectivas de mercado favorables, dado que el marco regulatorio permitiría exhibir niveles de rentabilidad entre el 7% y 10%, después de impuestos.

Adicionalmente, la obligatoriedad de las expansiones y la nueva estructura tarifaria de los procesos mitigarían la incertidumbre de los flujos. Por otra parte, las modificaciones al sistema de remuneraciones

del sector también serían favorables para la compañía, dado que, los costos de transmisión se repartirían entre generadores y distribuidores, y ya no recaerían exclusivamente en los generadores, otorgándole diversificación a la cartera de pagadores.

En términos generales, esta clasificadora considera que STS mostraría amplias ventajas competitivas respecto a eventuales nuevos competidores, debido al alcance geográfico de su cartera de proyectos actualmente en operación y en desarrollo, dadas las economías de escala que obtendría al presentarse a licitaciones de obras de expansión.

Durante agosto de 2017, y en función de la entrada en vigencia de la nueva ley de transmisión, la autoridad asignó mediante Decreto exento N°418, la ejecución de 14 proyectos a la filial STS.

Fijación de tarifas de Transmisión Zonal: De acuerdo con la legislación vigente corresponde determinar cada cuatro años el valor anual de los sistemas de Transmisión Zonal (ex subtransmisión), con dos años de diferencia respecto del cálculo del VAD.

Mediante la Ley N°20.805 publicada el año 2015, se extendió la aplicación del DS N°14 que fijaba las tarifas de transmisión zonal para el período 2011-2014 hasta el 31 de diciembre de 2015. Posteriormente, mediante la Ley N°20.936 se extendió nuevamente la vigencia del DS N°14, esta vez, hasta el 31 de diciembre de 2017. Adicionalmente, esa

misma Ley estableció un nuevo marco regulatorio para el servicio de Transmisión, principalmente Zonal.

En especial, se estableció un régimen tarifario para el período 2018-2019, que permitirá establecer la valorización del catastro de instalaciones existentes y cuyo proceso de cálculo se inició hacia fines del 2016 y respecto del cual se espera que el respectivo decreto tarifario sea publicado a principios del 2018. La misma Ley establece un régimen de revisión cuatrienal para establecer la valorización de instalaciones que sean calificadas como Zonal, aplicable desde el año 2020 en adelante.

Fijación de tarifas de Transmisión Nacional: En el marco del último proceso tarifario de transmisión troncal, luego de concluido el Estudio cuatrienal (2016-2019) a principios del 2015, y publicado el Decreto

Supremo N°23T del 2016 (DS 23T) se realizó un cambio en la calificación de instalaciones de transmisión de propiedad SAESA y del Sistema de Transmisión del Sur S.A. (STS), filial de la Sociedad, mediante la cual las instalaciones de 220kV que permiten la alimentación desde subestación Puerto Montt hasta la subestación Chiloé, pasaron a ser calificadas como de Transmisión Nacional.

Los riesgos relacionados con la regulación del negocio de la transmisión, tanto nacional como zonal, son monitoreados continuamente, en función de los cambios que la Autoridad introduzca con ocasión de cada nuevo proceso tarifario, con el objeto de proteger los activos de la Sociedad y rentabilidad del negocio, haciendo uso de las distintas instancias establecidas en la Reglamentación vigente, esto es, ante la CNE, el Honorable Panel de Expertos o la Contraloría General de la República.

MIX DE NEGOCIOS, DIVERSIFICACIÓN Y TAMAÑO

De acuerdo a información financiera a junio de 2018, STS exhibe un alto grado de relevancia dentro del grupo, tal que su operación en el negocio de transmisión zonal, nacional y dedicada, le permiten diversificar el pool de actividades del grupo,

Asimismo, a través de las filiales STN, STC y SATT, Sistema de Transmisión del Sur ha logrado diversificar aún más sus servicios, llegando a participar en licitaciones para la construcción, operación y mantenimiento de instalaciones de transmisión dedicada y nacional.

AMBIENTE COMPETITIVO

En el caso de Sistema de Transmisión del Sur, el principal negocio de la compañía es el segmento de transmisión, destacando que no existe competencia relevante, dada las altas barreras de entrada para clientes regulados en las localidades que abastece.

Sin embargo, existen ineficiencias económicas que genera la superposición de transmisoras eléctricas en una misma área de operación, las que, en función de los altos niveles de inversión y la presencia de economías de densidad, se traducirían como una ventaja significativa en costos para STS.

Si bien, la existencia de activos ya operativos asociados a STS favorecen el entorno competitivo de la compañía, dado que estos activos se constituyen como significativas barreras de entrada para otros competidores, cabe señalar que, al tratarse de procesos de licitaciones, la empresa sí podría verse expuesta a mayores niveles de competencia, lo que de alguna forma, podría deteriorar los niveles de crecimiento de la compañía.

CARTERA DE CLIENTES

La compañía tiene un mix de clientes compuesto en su mayoría por clientes de tamaño relevante, principalmente empresas distribuidoras, las que son consideradas como compañías de bajo perfil de riesgo crediticio dada la relevancia del servicio que otorgan en la matriz energética nacional. Por otra parte, parte de la cartera de clientes de STS corresponde

a empresas generadoras de electricidad, las que podrían considerarse de un mayor perfil de riesgo, dado el alto grado de volatilidad a las que estarían expuestas, por la variabilidad de los costos marginales principalmente.

■ Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

Al cierre de junio 2018, los ingresos por cobros de peajes de energía se incrementaron en \$2.569 millones respecto al mismo trimestre de 2017. Asimismo, la partida de otros ingresos por naturaleza aumentó en \$456 millones, segmento impulsado principalmente por el mayor número de servicios prestados a terceros en construcción de obras y trabajos.

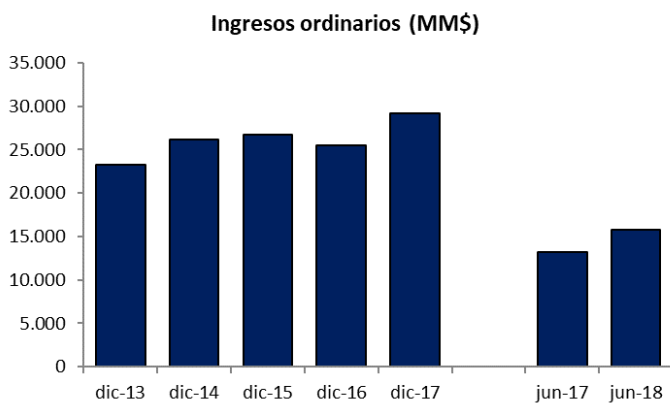


Gráfico 2: Total Ingresos STS.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros, CMF)

En términos generales, y de acuerdo a información proporcionada por el cliente, los niveles de actividad de STS han crecido de manera considerable, llegando a incrementarse en un 57,26% el número de MVA instalados en líneas de alta tensión⁸ (desde 730 en 2016, hasta 1.148 durante 2017). Por su parte, los MVA instalados de mediana tensión⁹ se incrementaron en un 32,69%.

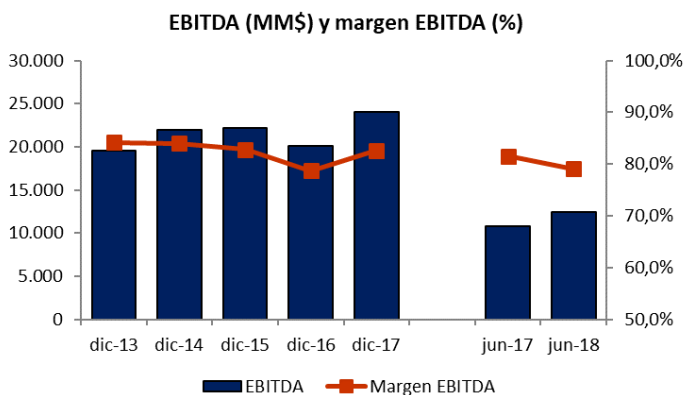


Gráfico 3: Evolución EBITDA Consolidado STS.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros, CMF)

Respecto a los costos de materias primas y utilizables, estos se incrementaron en menor magnitud que el crecimiento de los ingresos, favoreciendo mayores niveles de generación de flujos de EBITDA de la compañía. Asimismo, durante junio de 2018, STS generó EBITDA¹⁰ \$12.462 millones, con un margen EBITDA¹¹ de 79%.

En términos de utilidades, las ganancias de la compañía ascendieron a \$7.285 millones, cifra superior en 9,2% al resultado del ejercicio registrando en junio 2017, compensando la mayor pérdida en el resultado financiero.

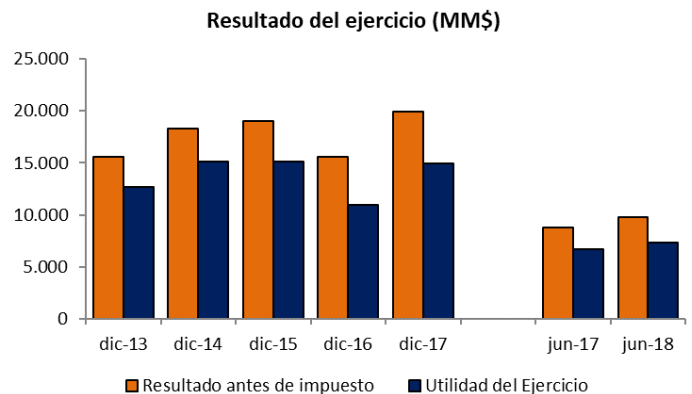


Gráfico 4: Resultado del ejercicio consolidado.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros, CMF)

De acuerdo a información publicada en el estado de flujos de efectivo de la compañía, el capex¹² a junio 2018 de STS, ascendió a \$18.440 millones, consistente con la intensidad del plan de inversiones de la compañía, en respuesta a nuevos procesos adjudicados. Considerando las últimas modificaciones al sistema de transmisión nacional, ICR considera que si bien, la compañía podría seguir incrementando los niveles de capex, estas obras estarían vinculadas a mejores procesos tarifarios, lo que mejoraría considerablemente las perspectivas de la empresa. Considerando la cartera de proyectos adjudicada por la compañía, cabe señalar que los niveles de generación de EBITDA de Sistema de Transmisión del Sur podrían incrementarse aún más, condicionado a la fecha de entrada en operaciones de cada uno de estos proyectos y su respectivo efecto en tarifas.

Asimismo, el comportamiento histórico de STS, respecto a su política de financiamiento de inversiones permite inferir que la sociedad continuaría privilegiando financiar sus inversiones a través de recursos propios, aumentos de capital, estrategias de retención de dividendos y créditos entre compañías.

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Dadas las crecientes necesidades de financiamiento que la compañía ha exhibido desde el ejercicio 2015, propiciadas por un escenario de crecimiento en el sector de transmisión y otras adjudicaciones, la compañía ha debido incrementar sus niveles de deuda financiera bruta¹³, desde \$1.120 millones en 2015 a \$18.109 millones en junio 2018.

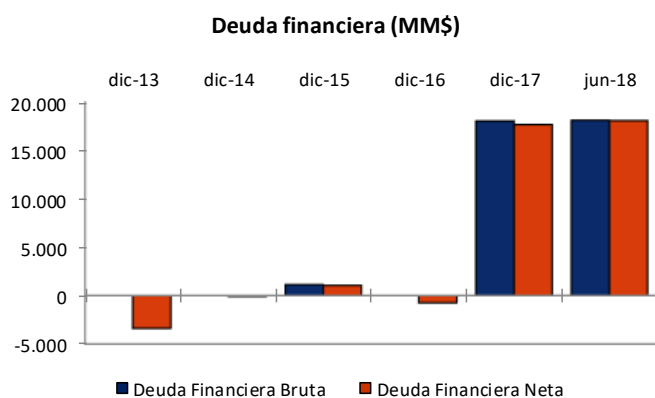


Gráfico 5: Deuda financiera y deuda financiera neta.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros, CMF)

Consistente con este último punto, el indicador de endeudamiento financiero¹⁴ de STS se incrementó desde niveles muy cercanos a cero hasta 0,13 veces a junio 2018, mientras que el endeudamiento total¹⁵ subió desde 0,69 veces en 2015 a 0,92 veces al cierre de junio 2018. En términos de cobertura, el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA¹⁶ fue de 0,70 veces, mientras que la cobertura de gastos financieros netos¹⁷ ascendió a 52,27 veces.

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de ciertos factores, establecido en la Metodología General de Clasificación de Empresas (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado *Clasificación de Riesgo del Negocio*.

Indicadores (n° de veces)	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18
Endeudamiento total	0,82	0,69	0,49	0,75	0,92
Endeudamiento financiero neto	0,00	0,01	-0,01	0,12	0,13
Deuda Financiera/EBITDA	0,00	0,05	0,00	0,75	0,70
Deuda financiera neta/EBITDA	0,00	0,05	-0,04	0,73	0,70
Cobertura de gastos financieros ¹⁸	14,33	18,86	20,35	49,11	48,79
Cobertura de gastos financieros netos	30,84	181,69	45,45	9,78	52,27
Razón circulante ¹⁹	0,17	0,20	0,32	0,24	0,19
Razón ácida ²⁰	0,15	0,17	0,29	0,22	0,17

Tabla 3: Principales indicadores utilizados en la clasificación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros, CMF)

De manera ilustrativa, y bajo un escenario conservador, en el que los niveles de EBITDA y efectivo de la compañía se mantengan similares a los obtenidos durante el ejercicio 2017, la compañía tendría la capacidad de realizar la colocación de deuda adicional por un monto en torno a UF 4.000.000, con cargo a las nuevas líneas de bonos, ambas en proceso de inscripción, sin caer en incumplimiento del principal resguardo financiero que éstas tendrían asociado (Deuda Financiera Neta /EBITDA Ajustado consolidado hasta por 6,75 veces).

Sin embargo, ICR destaca que, en caso de que la compañía llegará a realizar la colocación por el total de las nuevas líneas, la clasificación de riesgo asignada tanto a la compañía, como para Saesa (y filiales), y el holding del Grupo, podrían verse deterioradas de manera significativa (Inversiones Eléctricas del Sur S.A.), dado que impactarían negativamente en el volumen de deuda financiera bruta del grupo (consolidando a todas sus filiales), deteriorando de manera significativa el indicador de Deuda Financiera Neta /EBITDA Ajustado consolidado, deteriorándolo por sobre las 6,75 veces.

2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar ciertos indicadores financieros, establecido en la Metodología General de Clasificación de Empresas (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado *Evaluación del Riesgo Financiero*.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia.

Para el caso de Sistema de Transmisión del Sur S.A., la evaluación del riesgo del negocio, esto es la regulación, la diversificación y tamaño, la cartera de clientes y el ambiente competitivo, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría AA. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de

deuda, mejoran en *un notch* esta clasificación al tratarse de niveles, por el momento, "Superiores", pero que podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o en la tendencia asignada.

Instrumentos Clasificados

1. Bonos

La compañía ha solicitado la inscripción en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero, de dos líneas de bonos según el siguiente detalle:

Principales características del instrumento		
Instrumento	Línea de bonos.	Línea de bonos.
Monto	UF 10.000.000.	UF 10.000.000.
Plazo	10 años.	30 años.
Rescate anticipado	Se especificará en cada escritura complementaria	
Garantías	No contempla.	
Uso de los fondos	(i) Pago y/o prepago de pasivos de corto o largo plazo. (ii) Financiamiento de inversiones.	
Covenants	(i) Relación entre Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado consolidado ajustado ²¹ <= 6,75 veces. (ii) Relación entre EBITDA Ajustado Consolidado / Gastos Financieros Netos ²² >= 2,0 veces.	

Tabla 4: Principales características de los instrumentos.

(Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión)

Respecto a los *covenants*, a modo de referencia se muestran los niveles históricos obtenidos por Sistema de Transmisión del Sur:

Indicador (N° de veces)	Restricción jun-2018	Obtenido jun-18
Deuda financiera neta / EBITDA	<=6,75 veces	0,70
EBITDA / Gastos financieros netos	>=2,0	52,27

Tabla 5: Covenants asociados a los bonos corporativos.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

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.

El análisis realizado por ICR para la clasificación a la nueva línea de bonos, considera el uso de fondos tanto para refinanciamiento de pasivos como para el financiamiento de inversiones. Sin embargo, la evaluación del riesgo financiero de la compañía - contemplando ambos instrumentos en proceso de inscripción - considera como escenario base, que STS no realizaría la incorporación del monto total comprometido en ambas líneas (UF 20.000.000), por lo que el rating asignado a la solvencia y bonos no sería castigado, toda vez que la colocación de deuda del grupo sea inferior a \$250.000 millones, monto que le permitiría mantener el indicador de Deuda Financiera Neta / EBITDA Ajustado Consolidado inferior a 6,75 veces, en cumplimiento de su restricción financiera.

Por otra parte, en caso de que la compañía llegará a realizar la colocación de un monto superior, o que simultáneamente las otras filiales del grupo realizaran la emisión de deuda adicional, tal que la deuda bruta del grupo se incrementara por sobre los \$830.000 millones (\$581.192 millones a junio 2018), la clasificación de riesgo asignada a las filiales y a la matriz del grupo se verían castigadas a la baja, considerando que el indicador de Deuda Financiera Neta / EBITDA del grupo, se posicionaría sobre las 6,75 veces permitidas.

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor o las líneas anteriormente inscritas.

La subcategoría "+" denota una mayor protección dentro de la misma.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA/BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
25-sep-18	AA+	Estable	Primera clasificación (en proceso de inscripción)

Anexo

INFORMACIÓN FINANCIERA RESUMIDA SISTEMA DE TRANSMISIÓN DEL SUR (MILLONES DE PESOS)

INDICADORES	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-18
Activos corrientes	8.513	11.416	14.775	18.478	18.158
Activos no corrientes	151.240	182.528	202.163	218.277	249.374
Activos totales	159.753	193.944	216.938	251.271	267.532
Efectivo y equivalentes	81	74	746	364	48
Inventarios	1.018	1.473	1.203	1.810	2.186
Pasivos corrientes	50.772	56.934	46.149	77.220	95.330
Pasivos no corrientes	21.115	22.172	25.276	30.677	32.744
Pasivos totales	71.887	79.106	71.425	107.897	128.075
Deuda financiera corriente	0	1.120	0	18.024	18.109
Deuda financiera no corriente	0	0	0	0	0
Deuda financiera bruta	0	1.120	0	18.024	18.109
Deuda financiera neta	-81	1.046	-746	17.660	18.061
Patrimonio	87.866	114.838	145.514	143.373	139.458
Ingresos de explotación	26.168	26.754	25.503	29.147	15.766
Resultado operacional	18.515	18.610	15.819	19.795	10.204
Margen operacional (%)	70,75%	69,56%	61,93%	67,92%	64,72%
Ingresos financieros	822	1.297	545	108	9
Gastos financieros	1.535	1.176	987	490	208
Gastos financieros netos	713	-121	442	382	493
Utilidad del ejercicio	15.084	15.131	10.995	14.984	7.285
Razón circulante (Nº de Veces)	0,17	0,20	0,32	0,24	0,19
Razón ácida (Nº de Veces)	0,15	0,17	0,29	0,22	0,17
Capital de trabajo	-42.258,7	-45.517,8	-31.373,8	-58.742,0	-77.171,92
Endeudamiento corto plazo (Nº de Veces)	0,6	0,5	0,3	0,54	0,68
Endeudamiento largo plazo (Nº de Veces)	0,2	0,2	0,2	0,21	0,23
Endeudamiento total (Nº de Veces)	0,82	0,69	0,49	0,75	0,92
Endeudamiento financiero (Nº de Veces)	0,00	0,01	0,00	0,13	0,13
Endeudamiento financiero neto (Nº de Veces)	0,00	0,01	-0,01	0,12	0,13
Deuda corto plazo / deuda total (Nº de Veces)	0,7	0,7	0,6	0,72	0,74
Deuda largo plazo / deuda total (Nº de Veces)	0,3	0,3	0,4	0,28	0,26
EBITDA	21.989,5	22.166,5	20.104,1	24.086,5	12.462,24
Margen EBITDA	84,03%	82,85%	78,83%	82,64%	79,04%
Cobertura gastos financieros 12 meses (Nº de veces)	14,33	18,86	20,35	49,11	48,79
Cobertura gastos financieros netos 12 meses (Nº de veces)	30,84	181,69	45,45	63,04	52,27
Deuda financiera CP / EBITDA (Nº de Veces)	0,00	0,05	0,00	0,75	0,70
Deuda financiera LP / EBITDA (Nº de Veces)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera total / EBITDA (Nº de Veces)	0,00	0,05	0,00	0,75	0,70
Deuda Financiera Neta / EBITDA (Nº de Veces)	0,00	0,05	-0,04	0,73	0,70
ROE	22,55%	18,78%	11,97%	13,82%	7,00%
ROA	12,08%	12,27%	8,66%	9,55%	7,73%
Capex	19.134	27.106	31.909	41.616	18.440

¹ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos – materias primas y consumibles utilizados – gastos por beneficios a los empleados – otros gastos, por naturaleza + depreciación y amortización.

² Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

³ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes) / patrimonio total.

⁴ Deuda financiera neta = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes) / EBITDA 12 meses.

⁵ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA / (gastos financieros – ingresos financieros)

⁶ Fuente: La compañía (estados financieros a diciembre 2017, memoria anual 2017); CMF.

⁷ Fuente: Memoria corporativa Sociedad Austral de Electricidad S.A., página 24.

⁸ MVA instalados AT (220 – 110 – 23 – 66Kv).

⁹ MVA instalados MT (220 – 110 – 66/23 – 13,2 Kv).

¹⁰ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas + otros ingresos – costos de distribución – gastos de administración – otros gastos, por función + depreciación y amortización.

¹¹ Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos totales.

¹² CAPEX = Compras de propiedades, plantas y equipos + Compras de intangibles, ambas partidas del estado de flujos de efectivo.

¹³ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

¹⁴ Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio.

¹⁵ Endeudamiento total = Total pasivos / Patrimonio.

¹⁶ Deuda financiera neta / EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes) / EBITDA 12 meses.

¹⁷ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA últimos 12 meses / (Gastos financieros – ingresos Financieros) últimos 12 meses.

¹⁸ Cobertura de gastos financieros = EBITDA últimos 12 meses/ gastos financieros últimos 12 meses.

¹⁹ Razón circulante = Activos corrientes / pasivos corrientes.

²⁰ Razón ácida = (Activos corrientes – inventario) / pasivos corrientes.

²¹ Deuda Financiera Neta /EBITDA Ajustado Consolidado = (Otros Pasivos Financieros Corrientes + Otros Pasivos Financieros no Corrientes - Efectivo y Equivalentes) / ((Suma de los últimos doce meses de las partidas Ingresos de Actividades Ordinarias + Otros Ingresos - Materias Primas y Consumibles Utilizados - Gastos por Beneficios a los Empleados- Otros Gastos por Naturaleza) * (1,05*Inflación Acumulada)).

²² EBITDA Ajustado Consolidado/Gastos Financieros Netos = ((Suma de los últimos doce meses de las partidas Ingresos de Actividades Ordinarias + Otros Ingresos - Materias Primas y Consumibles Utilizados - Gastos por Beneficios a los Empleados- Otros Gastos por Naturaleza) * (1,05*Inflación Acumulada)) / (Suma de los últimos doce meses del valor absoluto de la partida Costos Financieros más Activación Gastos Financieros de Costos Financieros menos la suma de los últimos doce meses de la partida Ingresos Financieros).

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.