



ACCIÓN DE RATING

8 de mayo, 2019

[Reseña Anual de Clasificación](#)

RATINGS

Inversiones Eléctricas del Sur

Solvencia	AA-
Bonos	AA-
Tendencia	Estable
Estados financieros	4Q - 2018

Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus Filiales](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Makarena Gálvez +56 2 2896 8210
Subgerente de Clasificación
mgalvez@icrchile.cl

Inversiones Eléctricas del Sur S.A.

Informe de Clasificación de Riesgo Anual

ICR ratifica en categoría AA-/Estable la clasificación de solvencia y bonos de [Inversiones Eléctricas del Sur](#), sustentado principalmente en la fortaleza financiera de sus filiales, permitiéndole recibir dividendos suficientes para cubrir con holgura suficiente sus obligaciones financieras, destacando que el holding ha mantenido un apropiado nivel de endeudamiento, en línea con el criterio de clasificación de holdings y filiales utilizado por ICR. Al respecto, Saesa y Frontel repartieron el 60% y 30% de su utilidad líquida distributable, totalizando \$26.600 millones.

Para ICR, el adecuado desempeño financiero de sus filiales radica principalmente en que éstas operan principalmente en los segmentos de transmisión y distribución, los que básicamente se caracterizan por presentar características de monopolio natural regulado (generación de flujos estables), que involucra procesos de fijación tarifaria y en zonas de concesión definidas.

Por otra parte, consideramos que el holding tiene suficiente acceso a liquidez derivado de: (1) flujos constantes y estables de sus filiales; (2) la industria en la cual está inserto; y (3) acceso a financiamiento en el mercado.

En términos generales, para Inversiones Eléctricas del Sur, tanto su riesgo financiero a nivel individual, como la fortaleza de sus inversiones, impactan en su clasificación de riesgo actual. Por una parte, el rating ponderado asignado por esta clasificadora a sus principales filiales es AA+, mientras que la subordinación estructural y su endeudamiento individual, disminuyen esta clasificación en dos notches, considerando que la compañía se encuentra en una etapa de inversión intensiva, quedando finalmente clasificado en categoría AA-.

Fortalezas crediticias de sus filiales

- Características de monopolio natural regulado aportan estabilidad en sus flujos
- Procesos de fijación tarifaria aseguran niveles de rentabilidad de las inversiones
- Respaldo de accionistas

Amenazas crediticias de sus filiales

- Modificaciones en el actual escenario regulatorio, asociadas a norma técnica, procesos de tarificación y rentabilidad de empresas del sector

Perfil de la Empresa¹

Inversiones Eléctricas del Sur S.A., es el vehículo de inversión a través del cual el conglomerado conformado por Alberta Investment Management Corporation (a través de Cóndor Holding SpA) y Ontario Teacher's Pension Plan (a través de AndesCan SpA), controlan las compañías ligadas al grupo Saesa, cada uno con un 50% de participación. Por otro lado, Inversiones Grupo Saesa Ltda. es titular del 99,9% del patrimonio de Inversiones Eléctricas del Sur S.A. siendo el controlador directo de la compañía.

Respecto a la estructura funcional de Inversiones Eléctricas Del Sur, las filiales del grupo operan de manera independiente, vale decir, existe separación legal y funcional de sus filiales, donde la clasificación final del holding refleja a las principales unidades de negocios. Esta operación independiente implica que las filiales mantienen su propia estructura de financiamiento, donde la matriz en general las apoya asistiendo con préstamos a relacionadas ya que tanto el holding como las empresas operativas se endeudan. Con todo, esta independencia de las filiales no significa que el grupo esté ajeno a las operaciones de ellas, sino que también participa en las actividades de planificación y gestión.

Situación financiera consolidada

Fortaleza financiera de sus principales filiales se respalda en su capacidad de generar flujos estables

Históricamente, los ingresos consolidados de la compañía han mostrado un crecimiento sostenido, dadas las características reguladas del sector donde sus principales filiales operan. Asimismo, la existencia de concesiones y las características de los servicios que entregan sustentan esta tendencia.

Si bien a diciembre de 2018 los ingresos consolidados disminuyeron en 2,75%, la compañía logró mantener un resultado favorable y superior al registrado en el ejercicio anterior. Por su parte, el resultado operacional de la compañía ascendió a \$77.672 millones, mostrando un crecimiento de 10%, respecto al indicador de 2017.

El EBITDA² de Inversiones Eléctricas del Sur llegó a \$108.231 millones, exhibiendo un incremento del 9,07%, en comparación al EBITDA de 2017. En términos de margen EBITDA, el indicador mejoró desde 19,2% en 2017 a 21,5% al cierre de 2018.

Lo anterior, se sustenta principalmente en el mayor aporte de EBITDA desde las filiales Saesa, STS, Frontel y Sagesa, que en nuestra opinión mantendrían niveles de generación de flujos de EBITDA en rangos adecuados a su operación. Asimismo, sus indicadores crediticios continuarían en torno a niveles históricos y considerados como estables para cada una de las compañías, aun cuando podrían verse levemente afectados por las exigencias que el cumplimiento de la Nueva Ley 20.936 y las implicancias de su implementación –Artículo Transitorio 13–, en conjunto con las exigencias de la Norma Técnica de Calidad de Servicio para Sistemas de Distribución podrían tener sobre su plan de inversiones. ICR considera que, de mantenerse el marco regulatorio actual, las principales filiales de Inversiones Eléctricas del Sur tenderían a mantener su desempeño financiero, dado que estas inversiones están asociadas a mejoras en tarifas.

A diciembre de 2018, el plan de inversiones³ de la compañía (informado en presentaciones corporativas) ascendió a \$121.740, impactando negativamente en el monto de EBITDA descontado de inversiones, índice que mantuvo su tendencia deficitaria, registrando \$34.162 millones y que podría continuar deteriorándose, dado el carácter de las inversiones en cartera, esto es, sin considerar adjudicaciones adicionales ni otros negocios.

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Inversiones Grupo Saesa Ltda	99,99995%
Cóndor Holding SpA	0,00005%

Fuente: CMF

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

Fuente: CMF, abril 2019

PRINCIPALES ACTIVIDADES DEL SECTOR ELÉCTRICO NACIONAL

Generación: Actividad de libre participación, que se caracteriza por la no obligatoriedad de obtener concesiones, salvo para la construcción y operación de centrales hidroeléctricas. En el SEN se distingue el mercado de grandes clientes, mayorista y de clientes regulados, de acuerdo al tipo de clientes que abastecen y al tipo de tarifa que aplican.

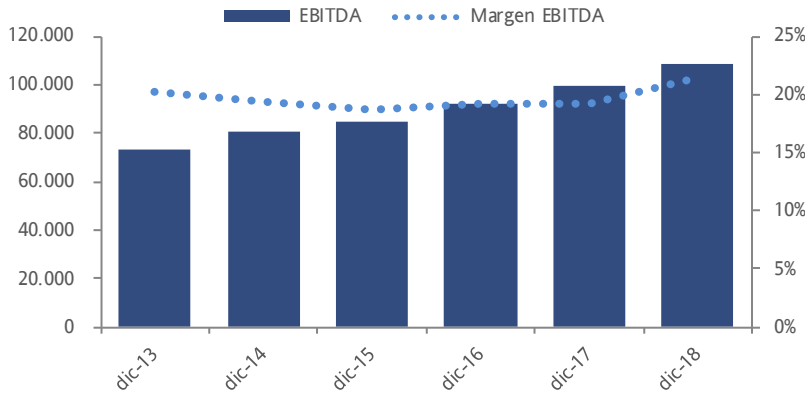
Transmisión: Se identifican los sistemas de transmisión nacional, zonal y de transmisión dedicada. Destacando que el sistema nacional y zonal se caracterizan por ser de acceso abierto y operar con tarifas reguladas. Por su parte, la transmisión dedicada se rige por contratos privados entre las partes.

Distribución: Las compañías dedicadas a este segmento, operan bajo el sistema de concesiones, que define los territorios en los que cada compañía se obliga a servir a clientes regulados considerando un régimen de tarifa máxima, conjugado a un modelo de empresa eficiente, fijada por la autoridad regulatoria.

En términos de deuda financiera, al cierre de 2018 Inversiones Eléctricas del Sur (pasivos financieros consolidados de la compañía, excluyendo pasivos de Saesa a nivel consolidado y Frontel) concentra el 53,63% de la deuda financiera del grupo, en tanto que Saesa y Frontel representaban el 37,41% y 8,96% respectivamente. No obstante, esta se encuentra estructurada en el largo plazo, con vencimientos relevantes a partir del 2029, lo que podría mejorar, en función de las intenciones de la compañía de realizar prepago de pasivos financieros durante el año corriente.

Margen EBITDA se mantiene estable aun cuando los ingresos se vieron presionados

Evolución EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%) de Inversiones Eléctricas del Sur



Fuente: CMF

Situación financiera individual

Flujos percibidos por concepto de dividendos se mantienen en rangos adecuados, conforme el perfil de vencimientos de Inversiones Eléctricas del Sur

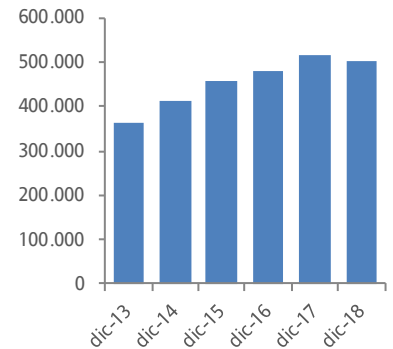
Inversiones Eléctricas del Sur percibe flujos a través de los dividendos de sus filiales para financiar principalmente el pago de intereses y amortizaciones de capital, asociados a los bonos del holding y para el reparto hacia sus accionistas, destacando que los repartos hacia accionistas solo se efectúan en función de las necesidades de las filiales operativas del grupo.

Respecto a lo anterior, la compañía percibiría dividendos por un monto cercano a \$25.000 millones, provenientes de la política de dividendos de sus filiales Saesa y Frontel, con cargo a los resultados del ejercicio de 2018. Inversiones Eléctricas del Sur, posee una participación mayor al 99% sobre todas sus filiales, permitiéndole tomar el control de las políticas de dividendos.

Cabe mencionar que la política de dividendos que actualmente mantienen las principales filiales del grupo, considera el pago de al menos un 30% de la utilidad líquida distribuible del ejercicio anterior.

Ingresos consolidados impactados por entrada en operaciones de proyectos de sus filiales

Evolución ingresos consolidados (MM\$)



Fuente: CMF

Resultados de la compañía son respaldados por el buen desempeño de sus filiales

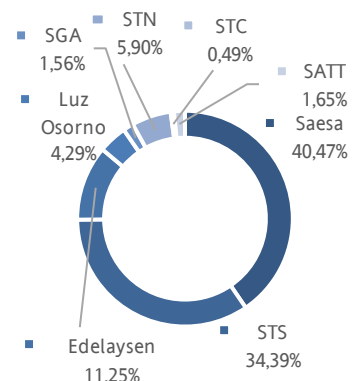
Evolución principal resultados del grupo (MM\$)



Fuente: CMF

Filial STS aumenta su participación sobre el EBITDA consolidado

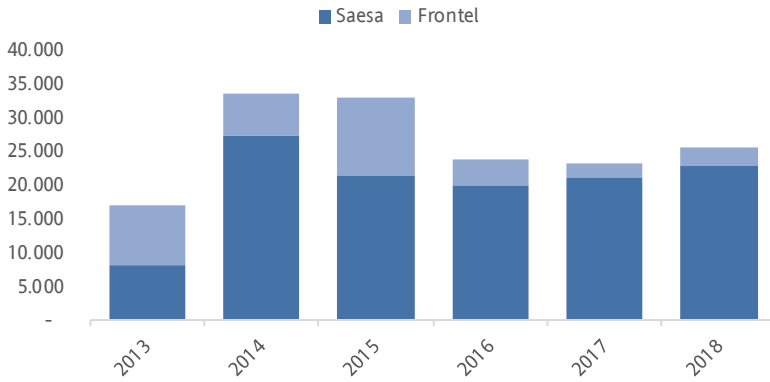
EBITDA por filiales (%)



Fuente: La compañía

Intensivo plan de inversiones y requerimientos de capital de sus filiales son factores estratégicos en la decisión de repartos de dividendos hacia Inversiones Eléctricas del Sur

Dividendos recibidos por la compañía (MM\$)



Fuente: Memoria corporativa Saesa y Frontel

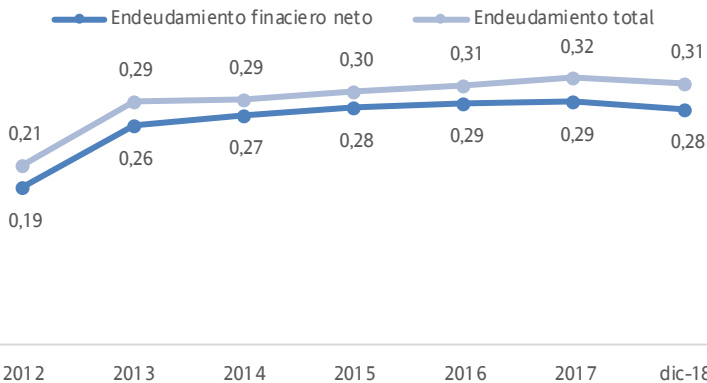
Endeudamiento individual de la compañía se mantiene en torno a 0,3 veces

El holding realizó incremento parcialmente su pasivo corriente, alcanzando a diciembre de 2018 los \$322.761 millones.

Pese a lo anterior, el holding continúa manteniendo apropiados niveles de endeudamiento registrando a diciembre de 2018, indicadores de endeudamiento total⁴ individual de 0,31 veces, adecuado a lo establecido por ICR en su criterio de clasificación de holdings, punto considerado favorable en la clasificación de riesgo asignada a la empresa.

Indicadores de endeudamiento del holding son considerados apropiados

Evolución de endeudamiento total, financiero y financiero neto (número de veces)

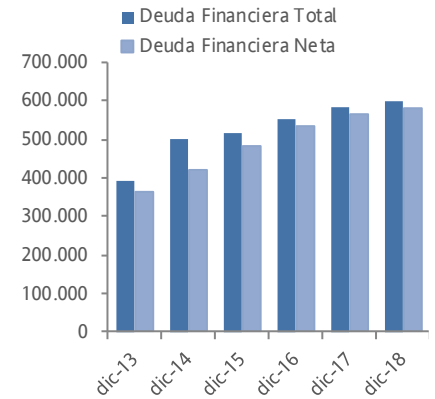


Fuente: CMF

En opinión de ICR, el comportamiento del indicador de endeudamiento se ha mantenido en niveles relativamente estables, por lo que se espera que el nivel de endeudamiento individual siga esta tendencia durante ejercicios próximos. Adicionalmente, esta clasificadora estima que el nivel de dividendos percibidos por Inversiones Eléctricas del Sur, de mantenerse en torno a \$22.000 millones, le permitiría servir adecuadamente sus obligaciones durante los próximos tres periodos (en caso de no contraer endeudamiento adicional significativo y sin considerar aumentos de capital futuros).

Deuda consolidada podría incrementarse, en función de las necesidades de financiamiento de sus filiales

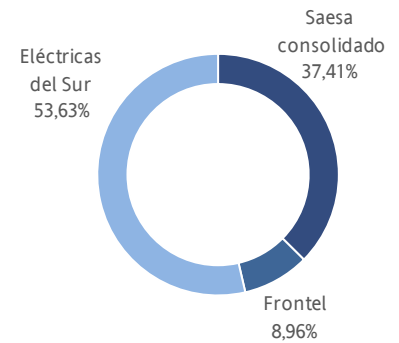
Evolución deuda financiera (MM\$)



Fuente: CMF

Composición deuda financiera, empresas del grupo

Deuda financiera a diciembre 2018 (%)



Fuente: CMF

Metodología de clasificación

Generalmente, la clasificación de riesgo de solvencia refleja el riesgo de crédito de una compañía dada su deuda total, sin tomar en cuenta la prelación de pagos de los distintos instrumentos. Los holdings son un caso especial, ya que, en general, no son compañías operativas. Por lo tanto, el riesgo de crédito se explica directa e indirectamente por diversos factores, incluyendo: (i) el riesgo financiero/de liquidez del holding; (ii) la fortaleza financiera de sus principales filiales; (iii) cualquier otro factor que pudiese mejorar/disminuir el perfil de riesgo del holding.

Para establecer clasificaciones de riesgo para holdings, ICR generalmente considera lo siguiente:

1. Estructura corporativa, con el fin de determinar si opera como una entidad única (área de tesorería central, con deuda y toma de decisiones centralizada) o si los miembros del grupo operan de manera independiente, cuyo caso sería el de Inversiones Eléctricas del Sur según lo detallado en Grupo II de Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus filiales.
2. Evaluación de solvencia para las filiales más relevantes. Hecho esto, se determina una clasificación de riesgo para el grupo de empresas que conforman el conglomerado, el que es ajustado, de ser necesario, y asignado a la compañía matriz del holding. El ajuste puede obedecer a muchos factores, sin embargo, la subordinación estructural es generalmente el factor más relevante (los acreedores de las filiales poseen prelación de pagos frente a los acreedores de la matriz) y el nivel de endeudamiento del holding a nivel individual. Usualmente, esto deriva en un ajuste a la baja del rating del holding respecto a sus filiales.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

La compañía mantiene vigentes las líneas de bonos N°s 506, 558, 559 (serie D), 646 (serie E), 673, 761 y 762 (serie H), según el siguiente detalle:

Principales características líneas de bonos vigentes

N° de línea	506	559	646	673	761	762
Fecha inscripción	09-07-2007	05-12-2008	17-11-2010	14-07-2011	23-08-2013	23-08-2013
Monto inscrito	UF 4.600.000	UF 4.000.000	UF 10.000.000	UF 1.500.000	UF 8.000.000	UF 8.000.000
Plazo (años)	29,67	30	30	10	10	30

Fuente: Elaboración propia con información CMF y LVA Índices

Principales características series de bonos vigentes

	Serie D	Serie E	Serie H
N° de inscripción	559	646	762
Fecha inscripción	11-12-08	22-nov-10	28-ago-13
Plazo (años)	20,5	20,92	20,83
Monto inscrito	UF 4.000.000	UF 4.000.000	UF 3.000.000
Monto colocado	UF 4.000.000	UF 4.000.000	UF 3.000.000
Deuda vigente	UF 4.000.000	UF 4.000.000	UF 3.000.000
Tasa emisión (%)	5	4	3,9
Garantía	No contempla	No contempla	No contempla
Vencimiento	30-jun-29	30-jun-31	30-jun-34

Fuente: Elaboración propia con información CMF y LVA Índices

Respecto a los resguardos financieros asociados, las restricciones de las emisiones locales se señalan a continuación:

Principales resguardos financieros bonos vigentes

<i>Covenant</i>	Exigencia	Dic-17	Dic-18
Deuda financiera neta/EBITDA ajustado consolidado ⁵	<= 6,75 veces	5,68 veces	5,37 veces
EBITDA ajustado consolidado/ Gastos financieros netos ⁶	>= 2,0 veces	4,24 veces	4,63 veces

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Evolución de ratings

Fecha	Clasificación solvencia	Tendencia	Motivo
30-abr-13	A+	Estable	Reseña anual
01-jul-13	A+	Estable	Nuevo instrumento
30-abr-14	A+	Estable	Reseña anual
30-abr-15	AA-	Estable	Reseña anual con cambio de clasificación
30-abr-16	AA-	Estable	Reseña anual
30-abr-17	AA-	Estable	Reseña anual
30-abr-18	AA-	Estable	Reseña anual
29-sep-18	AA-	Estable	Nuevo instrumento
30-abr-19	AA-	Estable	Reseña anual

Definición de categorías**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.

La subcategoría “-” denota una menor protección dentro de la categoría.

ANEXO 1: Resumen situación financiera consolidada (cifras en millones de pesos)

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Activos corrientes	138.383	228.123	189.442	175.167	200.156	202.497
Activos no corrientes	803.255	839.492	920.745	983.881	1.061.293	1.190.455
Activos totales	941.638	1.067.615	1.110.187	1.159.049	1.261.449	1.392.952
Efectivo y equivalentes	30.713	80.304	34.219	19.634	20.545	16.015
Pasivos corrientes	131.607	149.324	151.420	180.320	277.531	322.761
Pasivos no corrientes	418.692	535.092	555.777	561.692	562.529	570.023
Pasivos totales	550.299	684.417	707.197	742.012	840.061	892.785
Deuda financiera corriente	15.868	16.120	17.563	53.963	94.362	115.835
Deuda financiera no corriente	377.971	485.519	498.021	499.595	490.682	481.127
Deuda financiera total	393.839	501.639	515.584	553.558	585.044	596.961
Deuda financiera neta	363.011	421.202	481.365	533.835	563.795	580.947
Patrimonio	391.339	383.198	402.990	417.037	421.388	500.168
Razón circulante (N° de veces)	1,05	1,53	1,25	0,97	0,72	0,63
Endeudamiento total (N° de veces)	1,41	1,79	1,75	1,78	1,99	1,78
Endeudamiento financiero (N° de veces)	1,01	1,31	1,28	1,33	1,39	1,19
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,93	1,10	1,19	1,28	1,34	1,16
EBITDA	73.513	80.358	85.060	92.098	99.229	108.231
Margen EBITDA (%)	20,3%	19,4%	18,6%	19,2%	19,2%	21,5%
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	4,74	5,03	5,02	4,94	4,95	5,56
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	5,36	6,24	6,06	6,01	5,90	5,52
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	4,94	5,24	5,66	5,80	5,68	5,37
CAPEX ⁷	60.737	52.840	99.238	123.601	122.145	142.393
EBITDA-CAPEX	12.775	27.518	-14.178	-31.502	-22.916	-34.162

ANEXO 2: Resumen situación financiera individual⁸ (cifras en millones de pesos)

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Activos corrientes	103.333	83.555	103.103	125.762	133.206	206.696
Efectivos y equivalentes	1.221	1.499	645	49	174	39
Activos no corrientes	1.149.468	1.187.340	1.196.346	1.196.314	1.213.474	1.290.486
Total activos	1.252.896	1.270.896	1.299.449	1.322.076	1.346.680	1.290.486
Pasivos financieros corrientes	4.932	5.689	5.919	6.082	6.181	31.389
Pasivos financieros no corrientes	249.950	264.650	275.995	284.327	289.792	288.733
Total pasivos	281.466	287.485	301.243	312.085	324.779	355.510
Total Patrimonio neto	971.335	983.410	998.206	1.009.991	1.021.901	1.141.672
Endeudamiento total (N° de veces)	0,29	0,29	0,30	0,31	0,32	0,31
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,26	0,27	0,28	0,29	0,29	0,28

Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,26	0,27	0,28	0,29	0,29	0,28
---	------	------	------	------	------	------

¹ Fuente: La compañía (estados financieros a diciembre 2018, memoria anual 2017, sitio web de la compañía); CMF.

² EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos – gastos por beneficios a los empleados - pérdidas por deterioro de valor (reversiones de pérdidas por deterioro de valor) reconocidas en el resultado del periodo (sin incluir aquellas asociadas a propiedad, planta y equipo) - otros gastos por naturaleza + otras ganancias (pérdidas).

³ CAPEX, entregado por el cliente.

⁴ Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

⁵ Deuda financiera neta/EBITDA ajustado consolidado = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes - efectivo y equivalentes al efectivo + depósitos a plazo superior a 90 días) / (ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos por naturaleza - materias primas y consumibles utilizados - gastos por beneficios a los empleados – otros gastos por naturaleza + depreciación y amortización) * (1+(50%*inflación acumulada))

⁶ EBITDA ajustado / gastos financieros netos = (Ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos por naturaleza - materias primas y consumibles utilizados - gastos por beneficios a los empleados – otros gastos por naturaleza +depreciación y amortización) / (costos financieros + activación gastos financieros de costos financieros - ingresos financieros) * (1+(50%*inflación acumulada)).

⁷ CAPEX extraído del estado de flujos desde estados financieros.

⁸ Considera antecedentes financieros de Inversiones Los Ríos, Inversiones Los Lagos IV y Eléctricas del Sur.

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.