

**Ratings**

José Delgadillo  
Analista Corporaciones  
[jdelgadillo@icrchile.cl](mailto:jdelgadillo@icrchile.cl)

Maricela Plaza  
Subgerente Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

Fernando Villa  
Gerente Corporaciones  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

Francisco Loyola  
Gerente Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia / Bonos	AA	Modificación	Estable	Confirmación	General de empresas
Efectos de comercio	N1+/AA	Modificación	Estable	Confirmación	Relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo

**Fundamentos de Clasificación**

ICR Clasificadora de Riesgo **modifica desde categoría AA- hasta categoría AA**, la clasificación asignada a la solvencia y bonos de Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur S.A. (Telsur, la compañía o la empresa). Asimismo, se **modifica desde categoría N1+/AA- hasta categoría N1+/AA**, la clasificación asignada a la línea de efectos de comercio. La tendencia, por su parte, se mantiene **estable**.

El cambio de clasificación se fundamenta principalmente en la mejora relevante de los indicadores financieros y de endeudamiento de la compañía durante los últimos años, como resultado de la buena capacidad de la empresa para generar flujos de la operación crecientes en el tiempo. Lo anterior ha potenciado la situación financiera de Telsur hacia un nivel superior respecto a otros operadores nacionales.

Los ingresos de actividades ordinarias reportados por la compañía llegaron a \$86.465 millones a septiembre de 2018, lo que representó una variación positiva de 10,6% respecto a septiembre de 2017. El incremento anterior continúa con el constante crecimiento de los ingresos de la compañía, los que han aumentado 8,79% entre 2013 y 2017 (CAGR). La tendencia al alza de los ingresos proviene principalmente de una mayor actividad comercial asociada a la prestación de servicios de internet fija, televisión digital y transmisión de datos.

restrar el efecto positivo de los ingresos en la capacidad de la compañía para generar EBITDA creciente en el tiempo. Así, a septiembre de 2018, el EBITDA<sup>1</sup> de Telsur fue de \$33.393 millones, cifra 13,6% mayor a la generada durante los primeros nueve meses de 2017. De este modo, entre 2013 y 2017, el EBITDA de la compañía aumentó 9,66% (CAGR).

Adicionalmente, Telsur ha mantenido un plan de inversiones conservador, el que se ha enfocado principalmente en el despliegue de fibra óptica dentro de su zona de cobertura. En este sentido, el CAPEX<sup>2</sup> de la empresa fue de \$18.633 millones a septiembre de 2018, el que permaneció prácticamente estable respecto a septiembre de 2017 (+0,03%), y representó un 21,6% de los ingresos reportados en el período. Como consecuencia de la mejora operacional, el monto de EBITDA descontado de CAPEX fue de \$14.760 millones a septiembre de 2018, saldo que muestra una holgura suficiente para cubrir el desembolso asociado al plan de inversiones.

CAPEX (MM\$) y CAPEX/ingresos (%)

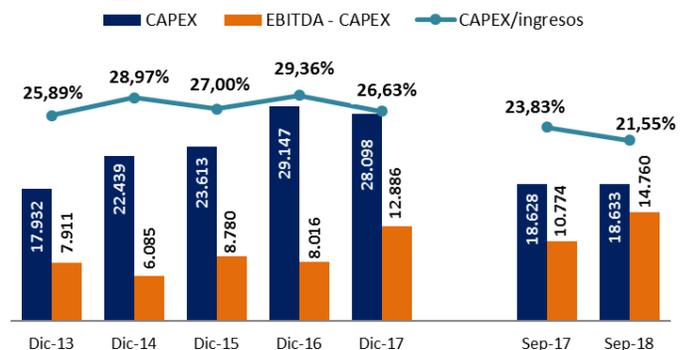


Gráfico 2: Evolución CAPEX de la compañía.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Ingresos (MM\$), EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%)

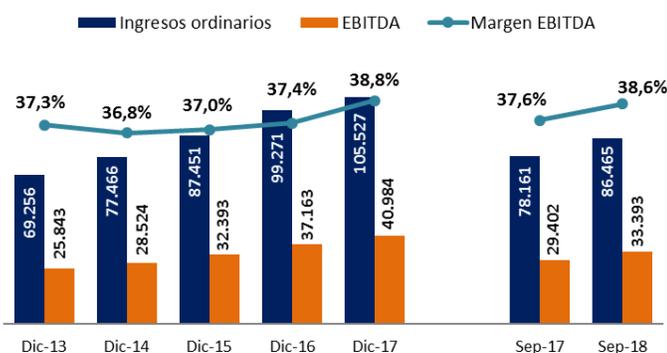


Gráfico 1: Evolución Ingresos, EBITDA y margen EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Si bien el aumento en la actividad comercial ha ido acompañado de un crecimiento en los gastos operacionales, estos no logran contra-

Desde 2014, la compañía ha reducido paulatinamente sus niveles de deuda. Específicamente, la deuda financiera<sup>3</sup> llegó a \$67.431 millones a septiembre de 2018, variando solo un 0,03% respecto a diciembre de 2017. Con esto, la deuda financiera se redujo 1,80% entre 2014 y 2017 (CAGR). La deuda financiera neta<sup>4</sup>, por su parte, fue de \$55.548 millones a septiembre de 2018, monto 7% menor a diciembre de 2017. Asimismo, el nivel de deuda financiera neta disminuyó 0,64% entre 2014 y 2017 (CAGR). Cabe indicar que el perfil de vencimientos

de la compañía está inclinado principalmente hacia el largo plazo, con amortizaciones programadas en su mayoría para cinco años o más.

Consistentemente a lo anterior, el indicador de endeudamiento financiero disminuyó desde 1,31 veces a diciembre de 2014 hasta 0,93 veces a septiembre de 2018. El endeudamiento financiero neto, en tanto, se redujo persistentemente desde 1,10 veces a diciembre de 2014 hasta 0,77 veces a septiembre de 2018.

Indicador (N° de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-18
Endeudamiento total <sup>5</sup>	1,76	1,84	1,70	1,57	1,45	1,48
Endeudamiento financiero <sup>6</sup>	1,29	1,31	1,22	1,08	0,93	0,93
Endeudamiento financiero neto <sup>7</sup>	0,57	1,10	1,01	0,91	0,82	0,77
Cobertura de gastos financieros netos <sup>8</sup>	12,73	12,63	19,30	25,67	31,73	38,44
Deuda financiera neta sobre EBITDA <sup>9</sup>	1,27	2,16	1,86	1,59	1,46	1,24

**Tabla 1:** Principales indicadores utilizados en la clasificación.  
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La evolución en la generación de EBITDA por parte de Telsur, junto a la disminución de la deuda financiera, explica el crecimiento significativo en la cobertura de gastos financieros netos. Entre diciembre de 2014 y septiembre de 2018, dicho indicador prácticamente se triplicó, pasando desde 12,63 veces hasta 38,44 veces. Lo mismo explica la evolución del indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA, el que disminuyó desde 2,16 veces en diciembre de 2014 hasta 1,24 veces a septiembre de 2018.

## Definición de Categorías

### SOLVENCIA Y 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.

### EFFECTOS DE COMERCIO

#### CATEGORÍA N1

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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 mayor protección dentro de la categoría.

ICR considera que los procesos actuales que se discuten en la industria (como el congelamiento de la banda 3,5 GHz por parte de la Subtel y el fallo de la Corte Suprema sobre el límite de espectro en la licitación de la banda 700 MHz) podrían modificar la forma de aplicación del marco regulatorio en la industria de telecomunicaciones por parte de la autoridad. Sin embargo, dado que no existe certeza absoluta sobre el impacto de dichos procesos sobre las compañías comprometidas, no se contemplan efectos significativos en el corto plazo que modifiquen el riesgo regulatorio de la industria. Asimismo, el impacto específico para Telsur sería reducido, dada la participación relativamente baja que la compañía mantiene en el segmento móvil.

Cabe mencionar que la clasificación asignada a Telsur está sujeta a una serie de elementos (mencionados en la última Reseña Anual de Clasificación – agosto 2018), que incluyen: ambiente competitivo, tecnología y redes, diversificación, marco regulatorio del sector y la situación financiera de la compañía. Los factores asociados al riesgo del negocio indican que la clasificación de esta compañía se inclina hacia categoría AA-. Sin embargo, la situación financiera aumenta en un notch este rating, al tratarse de una fortaleza financiera superior, quedando clasificado finalmente en categoría AA.

Pese a lo anterior, en caso de observarse un deterioro significativo en los indicadores de endeudamiento y/o en la capacidad para la generación de EBITDA, el rating asignado podría modificarse a la baja. Adicionalmente, un plan de inversiones agresivo que requiera importantes montos de desembolso, también podría impactar negativamente en la clasificación de riesgo asignada.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA/BONOS				
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo	
31-ago-12	A+	Estable	Reseña anual	
5-jul-13	A+	Positiva	Cambio de tendencia	
30-ago-13	A+	Positiva	Reseña anual	
28-mar-14	AA-	Estable	Cambio de clasificación	
29-ago-14	AA-	Estable	Reseña anual	
31-ago-15	AA-	Estable	Reseña anual	
31-ago-16	AA-	Estable	Reseña anual	
31-ago-17	AA-	Estable	Reseña anual	
31-ago-18	AA-	Estable	Reseña anual	
03-dic-18	AA	Estable	Cambio de clasificación	

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN EFECTOS DE COMERCIO				
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo	
31-ago-12	N1/A+	Estable	Reseña anual	
5-jul-13	N1/A+	Positiva	Cambio de tendencia	
30-ago-13	N1/A+	Positiva	Reseña anual	
28-mar-14	N1+/AA-	Estable	Cambio de clasificación	
29-ago-14	N1+/AA-	Estable	Reseña anual	
31-ago-15	N1+/AA-	Estable	Reseña anual	
31-ago-16	N1+/AA-	Estable	Reseña anual	
31-ago-17	N1+/AA-	Estable	Reseña anual	
31-ago-18	N1+/AA-	Estable	Reseña anual	
03-dic-18	N1+/AA	Estable	Cambio de clasificación	

<sup>1</sup> EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias + otros ingresos – gastos por beneficios a empleados – otros gastos, por función + otras ganancias (pérdidas).

<sup>2</sup> CAPEX = Compras de propiedades, plantas y equipos + compras de intangibles, ambas partidas del estado de flujo de efectivo.

<sup>3</sup> Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

<sup>4</sup> Deuda financiera neta = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes.

<sup>5</sup> Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

<sup>6</sup> Endeudamiento financiero = Deuda financiera / patrimonio total.

<sup>7</sup> Endeudamiento financiero neto = Deuda financiera neta / patrimonio total.

<sup>8</sup> Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (gastos financieros 12 meses – ingresos financieros 12 meses).

<sup>9</sup> Deuda financiera neta / EBITDA = Deuda financiera neta / EBITDA 12 meses.

*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.*