



ACCIÓN DE RATING

7 de agosto, 2019

Reseña Anual de Clasificación

RATINGS

Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur S.A.

Solvencia	AA
Bonos	AA
Tendencia	Estable
Estados financieros	1Q-2019

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

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Títulos accionarios de sociedades anónimas.](#)

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

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Subgerente de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

José Delgadillo +56 2 2896 8211
Analista de Corporaciones
jdelgadillo@icrchile.cl

Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur S.A.

Informe de Clasificación de Riesgo Anual

ICR ratifica en categoría AA/Estable la clasificación de solvencia y bonos de [Telsur](#), fundamentado principalmente en su fortaleza financiera, así como también en factores cualitativos como el liderazgo en posicionamiento de mercado dentro de su zona de operación, el alto reconocimiento de marca y reputación, las ventajas competitivas asociadas a su infraestructura de redes, la amplia capacidad para ofrecer paquetes de productos y en el entorno regulatorio que favorece la competencia.

Pese a que la compañía mantiene un menor tamaño relativo respecto a competidores de la industria que consiguen una cobertura de servicios a nivel nacional, Telsur logra un amplio reconocimiento de marca, con niveles de satisfacción de sus clientes que dan cuenta de la alta calidad de los servicios prestados. De este modo, el liderazgo que alcanza la empresa en su zona de operación es un factor positivo en su clasificación de riesgo.

Opinamos que la infraestructura de redes de la compañía genera ventajas competitivas y barreras de entrada en las regiones en las que opera. En efecto, Telsur es la segunda compañía con mayor número de conexiones a internet por fibra óptica del país, teniendo en cuenta que ésta no opera en la totalidad del territorio nacional.

Aun cuando la regulación de la industria de telecomunicaciones ha sido históricamente estable respecto a otros sectores, los procesos que actualmente se discuten – principalmente relativas al uso de espectro – podrían modificar la forma en que la autoridad aplica el marco regulatorio. ICR evaluará el impacto en la compañía una vez exista un desenlace definitivo.

Consideramos que Telsur ha fortalecido su situación financiera durante el último tiempo, con una buena capacidad para generar flujos crecientes en el tiempo, manteniendo indicadores de deuda en niveles relativamente bajos. De hecho, este factor condujo a un [aumento de clasificación de la compañía en diciembre de 2018](#).

La ratificación de la clasificación de la compañía incluye nuestras expectativas respecto a su fortalecimiento financiero. En particular, si la generación de flujos se mantiene en los niveles actuales, el grado de endeudamiento continúa bajo y el plan de inversiones sigue siendo conservador, no debiese ocurrir una baja en el rating de la empresa.

Para el caso de Telsur, 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 presentar una fortaleza financiera en un nivel considerado por ICR como “superior”, quedando clasificado finalmente en categoría AA.

Perfil de la Empresa

Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur (Telsur, la compañía, la empresa) es una empresa de telecomunicaciones dedicada a operar en los segmentos de telefonía, internet, datos, televisión y servicios a empresas. Un aspecto importante en el desarrollo de la estrategia de la compañía ha sido su transición desde una empresa de telefonía fija a un operador multiservicio de telecomunicaciones, con un mix de ingresos bien diversificado.

La empresa es pionera en la interconexión de centrales con redes de fibra óptica, las que en la actualidad mantienen conectado el territorio comprendido entre Rancagua y Coyhaique. Durante los últimos años, la compañía ha implementado exitosamente la paquetización de servicios, lo que ha favorecido la preferencia de los clientes.

La sociedad anónima cerrada GTD Grupo Teleductos S.A. es el controlador de Telsur a través de las filiales GTD Teleductos S.A., GTD Telesat S.A., GTD Medios y Contenidos S.A. e Inmobiliaria e Inversiones el Coigüe Ltda., con una participación de 98,5% del capital accionario de la compañía.

La compañía cuenta con tres filiales, siendo una de ellas la Compañía de Teléfonos de Coyhaique S.A. (Telcoy), que ofrece servicios de telefonía, internet, televisión, servicios a empresas y larga distancia en la Región de Aysén. En la misma región opera Plug and Net Play S.A., otra filial de Telsur que ofrece servicios de televisión por cable e internet. La compañía también cuenta con Blue Two Chile S.A. como filial, la que se dedica principalmente al arriendo y explotación de su red de fibra óptica.

Telsur es administrada por un directorio compuesto por siete miembros elegidos por un período de tres años. La última elección de directorio se realizó en la Junta Ordinaria de Accionistas de abril de 2017, con excepción de Hernán Rodríguez Wilson, quien asumió el cargo tras la renuncia de Luis Alberto Domínguez Covarrubias en noviembre de 2018.

Respecto a cambios en la plana ejecutiva, es posible mencionar el nombramiento de Maritza Higuera Ferreira como gerente general de la compañía, cargo que hasta el 1 de septiembre de 2018 era ocupado por Juan Carlos Valenzuela Herrera. Antes de asumir dicho cargo, Maritza Higuera se desempeñaba en el cargo de gerente comercial residencial y negocios en la misma empresa.

Industria de Telecomunicaciones en Chile

Alta competencia y desarrollo de nuevas tecnologías en la industria

Tal como ICR indicó en su último estudio de la industria (marzo de 2019), la demanda creciente por servicios móviles, junto a la mayor relevancia de nuevos operadores, ha intensificado el ambiente competitivo del sector. Lo anterior ha presionado la capacidad de las compañías para generar flujos crecientes en el tiempo.

Lo anterior resulta particularmente desafiante en un contexto donde se requieren importantes desembolsos para inversión en innovación tecnológica (fibra óptica y futuro desarrollo de red 5G). De este modo, será clave la implementación de adecuadas estrategias comerciales que permitan mantener un posicionamiento de mercado y proteger la generación de flujos.

De acuerdo a las últimas cifras publicadas por la Subtel, se continúa observando una sustitución de servicios de voz fija por voz y datos móviles. A marzo de 2019, las líneas fijas en servicio a nivel nacional llegaron a 2,93 millones, lo que representó una disminución de 7,1% respecto a marzo de 2018. En contraposición, los abonados a telefonía móvil y conexiones móviles evidenciaron un incremento de 9,4% durante el mismo período.

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
GTD Teleductos S.A.	47,28%
GTD Telesat S.A.	38,60%
GTD Medios y Contenidos S.A.	11,31%
Inmobiliaria e Inversiones El Coigüe Limitada	1,31%
Inversiones Tacora Limitada	0,11%
BCI Corredora de Bolsa S.A.	0,09%
Bata S.A.C.	0,09%
Carlos Ricardo Kahler Von Borries	0,08%
Ottesen Y Schaefer Soc.	0,07%
Valores Security S.A. Corredora de Bolsa	0,06%
Suc. Guillermo Montesinos Figueroa	0,05%
Suc. Carlos Seiter Gross	0,03%

Fuente: CMF, información a junio de 2019.

DIRECTORIO

Juan Manuel Casanueva P.	Presidente
Carlos José Casanueva de L.	Vicepresidente
Cristián Eyzaguirre J.	Director
Francisco Cerda M.	Director
Fernando Soro K.	Director
Francisco Javier Israel L.	Director
Hernán Rodríguez W.	Director

Fuente: CMF.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA DE TELECOMUNICACIONES EN CHILE

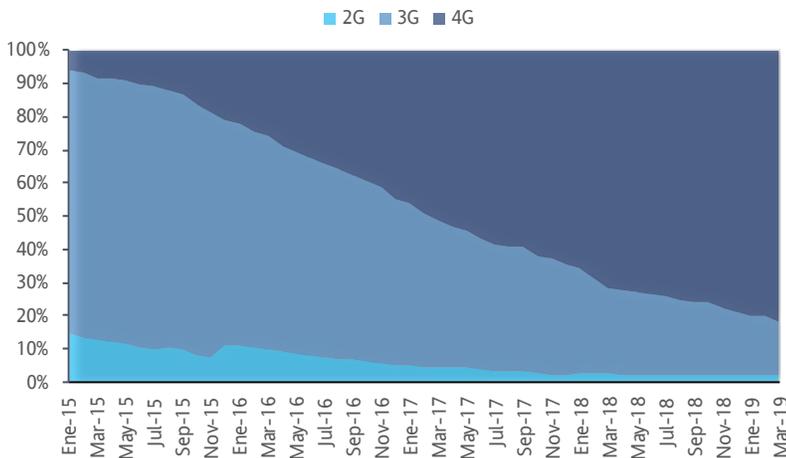
Mayor estabilidad respecto a otras industrias, ya que opera bajo un marco regulatorio estable, que considera aspectos tales como la fijación de cargos de acceso entre compañías y la homologación de tarifas *on-net* y *off-net*, que pueden tener efectos directos sobre la generación de ingresos.

Altamente intensiva en el uso de CAPEX, destinado a despliegue de redes e infraestructura que permita a las compañías responder oportunamente a los cambios tecnológicos, manteniendo su posición competitiva.

Altos niveles de competencia. El sector de telecomunicaciones ha transitado hacia un ambiente de mayor competencia, con la implementación de la portabilidad numérica, el ingreso de nuevos operadores y la licitación de bandas para el desarrollo de tecnologías 4G. Estos eventos han generado mayores actividades en publicidad, ofertas de planes e inversiones en activo fijo. La entidad regulatoria, por su parte, propicia la competencia entre operadores.

Por otra parte, la evolución tecnológica hacia el uso de servicios 5G se da en un contexto donde claramente las conexiones a internet 4G han desplazado a las tecnologías predecesoras. A marzo de 2019, un 81,7% de los accesos a internet móvil se realizaba a través de la red 4G, mientras que las tecnologías 3G y 2G representaron un 16,4% y un 2,0% del total de conexiones, respectivamente. Al contrastar con marzo de 2018, los accesos a través de 4G aumentaron 25,1%, mientras que las conexiones a redes 3G y 2G disminuyeron 31,4% y 10,8%, respectivamente.

Del total de 18,99 millones de conexiones móviles a internet, un 81,7% correspondía a red 4G
Composición de accesos móviles a internet por tipo de tecnología (%)



Fuente: Subtel

Clasificación de riesgo del negocio: AA-

Con un alto reconocimiento de marca, Telsur logra posicionarse como líder en la prestación de servicios de telecomunicaciones en su zona de operación

En nuestra opinión, la constante expansión de su capacidad operativa, además de la permanente innovación que realiza para el mejoramiento de sus servicios prestados, le permite a la Telsur fortalecer su posición de liderazgo en la zona geográfica y segmentos de negocios en los que opera.

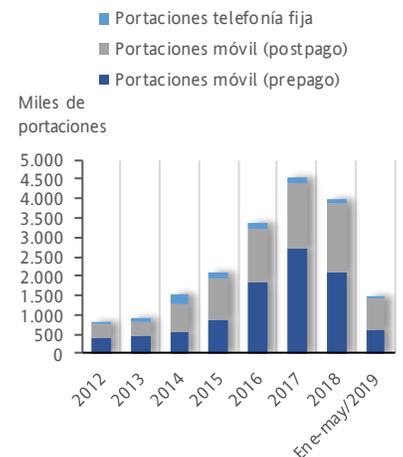
Específicamente, la empresa se ha consolidado como un operador de telecomunicaciones predominante en las regiones del Bío Bío, Ñuble, de la Araucanía, de los Lagos, de los Ríos y Aysén. El alto reconocimiento de marca en esta zona geográfica proviene principalmente de la calidad de su servicio, el que – para el caso de los servicios residenciales –, es entregado en un 65% a través de fibra óptica a la casa.

Lo anterior se evidencia en los niveles de satisfacción de los clientes a nivel nacional. De acuerdo a la información publicada por Subtel, Telsur se ubicó como la empresa con mejor indicador de satisfacción en servicios de internet fijo a diciembre de 2018, alcanzando un 64% (le sigue VTR con un 51%). Asimismo, obtuvo la menor tasa de problemas en este mismo servicio (44%).

En términos de líneas fijas en servicio, Telsur mantiene gran relevancia en la industria local, con una participación de mercado que llegó al 4,4% a marzo de 2019 (considerando su propia operación y la de su filial Telcoy), ubicándose entre las primeras cinco compañías con mayor número de líneas fijas en servicio del país.

A mayo de 2019, se realizaron un total de 1,46 millones de portaciones

Evolución portabilidad numérica (miles de portaciones)



Fuente: Subtel

PARTICIPACIÓN DE MERCADO POR TIPO DE SERVICIO

Servicio de telefonía fija					
Compañía	2015	2016	2017	2018	Mar-19
Telefónica	43,1%	41,4%	41,2%	40,8%	40,2%
VTR	20,4%	19,8%	20,1%	19,6%	19,8%
Entel	16,3%	18,3%	17,5%	17,2%	17,4%
GTD*	10,3%	10,2%	10,8%	11,1%	11,2%
Claro	7,8%	8,3%	8,4%	9,3%	9,5%
Telsur+Telcoy	4,7%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%

Fuente: Subtel.

*Incluye Telsur y Telcoy.

Servicio de internet fijo					
Compañía	2015	2016	2017	2018	Mar-19
VTR	36,8%	37,5%	38,5%	38,7%	38,8%
Telefónica	37,9%	35,5%	33,4%	31,5%	30,6%
Claro	12,0%	13,2%	13,9%	14,1%	14,3%
GTD	8,8%	8,7%	8,5%	8,1%	8,1%
Entel	1,3%	1,2%	1,2%	1,8%	1,9%
Telsur+Telcoy	6,5%	6,3%	6,2%	5,9%	5,8%

Fuente: Subtel

*Incluye Telsur y Telcoy.

Servicio de televisión pagada					
Compañía	2015	2016	2017	2018	Mar-19
VTR	34,8%	34,2%	32,3%	32,3%	32,6%
Directv	17,9%	18,9%	19,8%	20,3%	20,3%
Telefónica	21,6%	21,3%	20,8%	19,6%	18,8%
Claro	14,8%	13,5%	12,1%	12,2%	12,4%
Entel	3,3%	4,2%	4,3%	4,5%	4,6%
Pacífico Cable	2,8%	2,9%	3,3%	3,9%	4,2%
Telsur	3,2%	3,3%	3,2%	3,2%	3,3%

Fuente: Subtel

En cuanto al servicio de internet fijo, la compañía alcanzó un *market share* de 5,8% a marzo de 2019, cifra muy similar a la observada al cierre de 2018. Por otra parte, en el servicio de televisión pagada, la empresa concentraba un 3,3% de las suscripciones totales del país al cierre del tercer mes de 2019.

Infraestructura de red permite a Telsur alcanzar altas tasas de penetración en sus regiones operativas

La compañía fue creada en 1893, y desde entonces se ha caracterizado por invertir constantemente en nuevas tecnologías e innovación, elementos clave para generar ventajas competitivas en la industria de las telecomunicaciones.

Consideramos como positivo para la clasificación de la empresa el continuo despliegue de fibra óptica a la casa (FCA) y el crecimiento de su red, ya que tanto el operador como el usuario se benefician de las tecnologías recientes. A marzo de 2019, la compañía concentraba un 17,4% del total de conexiones de fibra óptica a nivel nacional, teniendo en cuenta que Telsur no se encuentra presente en todas las regiones del país.

Asimismo, opinamos que la expansión de conexiones a fibra óptica se transforma en la principal barrera de entrada en el sector donde Telsur presta sus servicios, por lo que existiría un menor riesgo para esta empresa en términos de sustitución de servicios con otros proveedores.

Compañía cuenta con gran capacidad para ofrecer paquetes de servicios, gracias a su cartera de productos ampliamente diversificada

En opinión de esta clasificadora, Telsur presenta oferta de servicios bien diversificada, desarrollando sus operaciones en los segmentos de telefonía fija y móvil, internet, televisión y servicios de empresas. De este modo, la empresa ha ido incorporando oportunamente unidades de negocios en línea con las necesidades de sus clientes y el comportamiento de la industria, lo que permite enfrentar adecuadamente riesgos asociados a la generación de flujos en alguno de los segmentos en los que presta servicios.

Adicional a los servicios prestados al segmento personas, Telsur también cuenta con un segmento empresas, que incluye los servicios de VSAT (servicios de conectividad a través de enlaces satelitales), tecnologías de información y datacenter, Tele presencia y TV empresas.

La compañía ha logrado mantener vigente su prestación de servicios de voz fija, con principal foco en el segmento empresas. Esto último en una industria que ha consolidado una tendencia sustitutiva entre servicios fijos por móviles. Pese a lo anterior, Telsur es responsable de la comercialización de GTD Móvil en su zona operativa, permitiéndole complementar su oferta de productos.

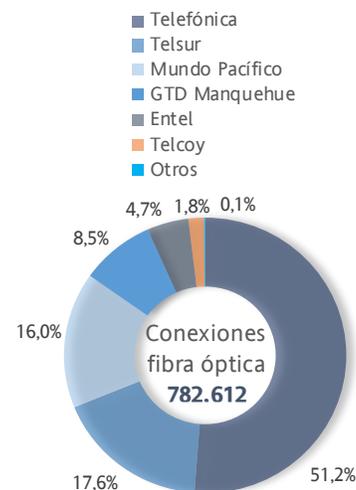
La estrategia de la empresa considera la paquetización de servicios, lo que se ve altamente potenciado por el constante despliegue de fibra óptica, ya que permite complementar los servicios telefonía, redes, internet y televisión (IPTV). De este modo, las ventajas asociadas al liderazgo en redes e infraestructura dentro de su zona de cobertura, sustentan la propuesta comercial de Telsur.

Regulación del sector ha propiciado la intensificación de la competencia en Chile

ICR estima que la industria de telecomunicaciones ha mantenido un marco regulatorio estable, que ha potenciado la desconcentración del mercado a través de definiciones regulatorias tales como: la portabilidad numérica (en año 2014), eliminación del servicio de larga distancia nacional (en año 2014), y los procesos periódicos de tarificación de cargos de accesos móviles y fijos.

Telsur y empresas del Grupo GTD se posicionan entre las compañías con mayor número de conexiones de internet fijo a fibra óptica a nivel nacional

Composición de conexiones de internet fijo a fibra óptica a marzo de 2019 (%)



Fuente: Subtel

PROCESOS TARIFARIOS DE TELSUR Y TELCOY

❖ En enero de 2019, la Subtel entregó las Bases Técnico Económicas Definitivas, que regirán el proceso tarifario de **Telsur**, mientras que esta última entregó su estudio tarifario en junio de 2019. El decreto tarifario debiese ser oficializado el 23 de diciembre de 2019, y regiría hasta 2024.

❖ Respecto a **Telcoy**, la Subtel entregó las Bases Técnico Económicas Definitivas, que regirán su proceso tarifario, mientras que la empresa entregó su estudio tarifario en julio de 2019. El decreto tarifario debiese ser oficializado el 20 de enero de 2020, con vigencia hasta 2025.

RIESGOS Y MITIGADORES APLICADOS POR TELSUR

❖ **Riesgo regulatorio:** Diversificación de las actividades de la compañía le permitiría mitigar, en parte, el efecto que un cambio en la legislación podría traer a los resultados de la sociedad.

❖ **Riesgo tecnológico y de competencia:** Incorporación constante de nuevas tecnologías para mantenerse a la vanguardia y responder a los requerimientos del mercado. Adicionalmente, opera con estrategias orientadas al cliente, paquetización de servicios y ofertas que le permite mitigar, en cierto grado, la mayor competitividad del sector.

No obstante, el foco de la discusión regulatoria de la industria se ha centrado durante el último tiempo en el uso de espectro, destacando como hitos el congelamiento parcial de la banda 5G que mantiene la Subtel, el Plan Nacional de Espectro que ingresó a la autoridad regulatoria al Tribunal de Defensa de la Libre Competencia y la demanda de Conadecus en contra de las principales compañías móviles del mercado chileno.

La materialización de los procesos que involucran el uso de espectro, podría significar una modificación en la forma de aplicación del marco regulatorio en la industria de telecomunicaciones por parte de la autoridad. Pese a esto, ICR considera que los procedimientos que actualmente se discuten en la industria tendrían un efecto en el riesgo regulatorio una vez que exista un desenlace claro para las compañías comprometidas.

Además, se estima que el efecto de la definición regulatoria no debiese tener impactos significativos en Telsur, considerando que el foco de la discusión actual se concentra principalmente en los servicios móviles, segmento en el cual la compañía mantiene una participación relativamente baja.

Evaluación de la fortaleza financiera: Superior

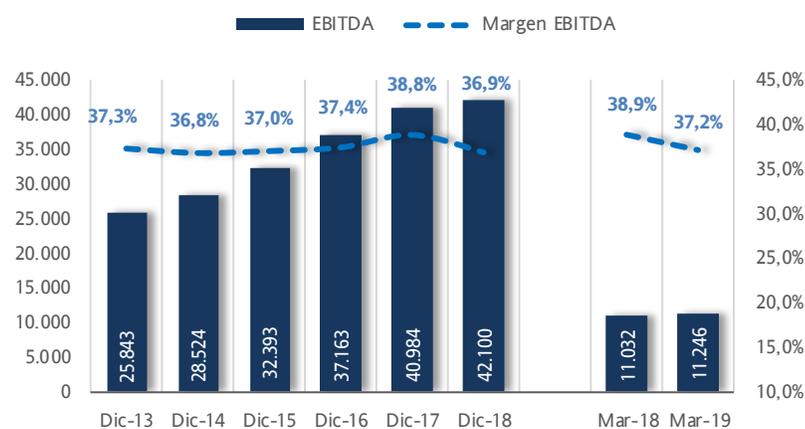
Capacidad de generación de flujos crecientes en el tiempo sostiene la fortaleza financiera de la compañía en un nivel superior

La compañía reportó ingresos consolidados por \$30.272 millones durante el primer trimestre de 2019, lo que representó un crecimiento de 6,6% respecto a marzo de 2018. Esta variación se explica porque el impacto negativo de menor facturación en servicios de telefonía fija e interconexiones fue más que compensado con el crecimiento en ventas de servicios de transmisión de datos, internet, televisión digital y arriendo de medios.

Por otra parte, los costos operacionales (sin considerar depreciación y amortización) se incrementaron por el mayor costo de remuneración (mayor dotación de personal y reajuste de inflación), aumento en costos de operación y mantenimiento (más clientes y mayor consumo de ancho de banda), además de los mayores costos de televisión.

Margen EBITDA de la compañía se mantiene sobre el 35% en todos los períodos de medición

Evolución EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%) de Telsur



Fuente: Estados financieros

PRINCIPALES APECTOS REGULATORIOS EN DISCUSIÓN

Definiciones de cargos de accesos móviles: La Subtel anunció el nuevo decreto tarifario que regirá al sector de servicios móviles. Se definió una tarifa de \$1,8 por minuto.

Plan Nacional de Espectro: Durante octubre de 2018, la Subtel ingresó a consulta al Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) el Plan Nacional de Espectro, el que propone la cantidad máxima que cada empresa de telecomunicaciones puede poseer sobre el espectro radioeléctrico.

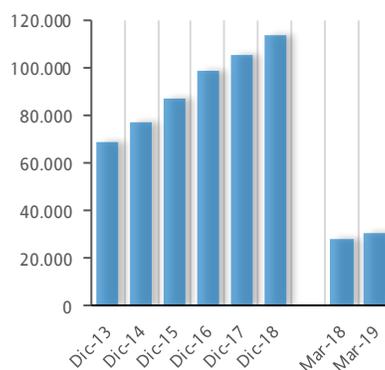
Demanda de Conadecus por licitación de banda 700 MHz: El fallo de la Corte Suprema obligaba a las principales compañías de telefonía móvil a devolver el espectro excedente luego de la licitación de la banda 700 MHz. El cumplimiento de la sentencia se encuentra actualmente suspendido por parte del Tribunal Constitucional.

Congelamiento de banda 3,5 GHz: Durante junio de 2018 la Subtel decidió congelar el uso de la banda 3,5 GHz, con el fin de realizar pruebas para la implementación de la nueva tecnología 5G. Sin embargo, con fecha 3 de octubre de 2018, la entidad regulatoria estableció a través de una resolución complementaria, que las operadoras podrán hacer uso parcial de la banda, operando solo servicios fijos inalámbricos.

Licitación de espectro para el desarrollo de la tecnología 5G en Chile: El 25 de febrero de 2019, la Subtel anunció que dará inicio al proceso de licitación de la futura red 5G, el que considera 60 MHz de espectro entre las bandas 700 MHz y 3,5 GHz.

Ingresos crecen al 1Q-2019 por incremento en servicios de datos, internet y televisión digital

Evolución de ingresos consolidados (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Teniendo en cuenta lo anterior, el EBITDA¹ de la compañía llegó a \$11.246 millones a marzo de 2019, incrementándose 1,94% respecto al primer trimestre de 2018. El margen EBITDA², en tanto, pasó desde 38,9% a marzo de 2018 hasta 37,2% a marzo de 2019, niveles que se mantienen relativamente altos respecto a otros competidores de la industria.

Cabe mencionar que el EBITDA de la compañía considera un efecto positivo por la entrada en vigencia de IFRS 16, la que implicó reconocer como arrendamientos financieros aquellos que antes calificaban como operativos. En particular, dichos arrendamientos están asociados a la fibra óptica, vehículos, edificios y terrenos.

Telsur reportó una ganancia atribuible a la controladora de \$3.945 millones a marzo de 2019, aumentando 20,7% respecto a marzo de 2018. La evolución en el resultado considera la favorable evolución operacional de la compañía, así como también el impacto por cambio contable (IFRS 16).

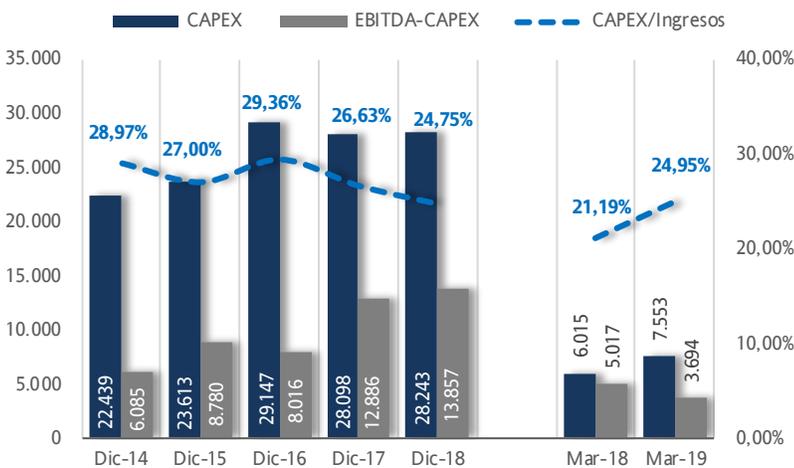
Las inversiones de la compañía continúan dirigidas a la mantención del crecimiento de clientes de servicios de internet, televisión y empresas, además del desarrollo de infraestructura e innovación para mayor eficiencia operacional. Adicionalmente, es un aspecto relevante en el plan de inversión de la compañía la ampliación de su zona de operación y el fortalecimiento de redes de fibra óptica.

En este sentido, Telsur realizó un desembolso de \$7.533 millones en CAPEX³ durante los primeros tres meses de 2019, lo que representó un aumento de 25,6% respecto a marzo de 2018. Con una generación de EBITDA que se mantuvo casi sin variaciones, el saldo de EBITDA descontado de inversiones disminuyó 26,4%. Pese a lo anterior, esta clasificadora destaca que la empresa mantenga generación superavitaria de EBITDA menos CAPEX, considerando la intensificación de la competencia que se ha observado en la industria durante los últimos años.

Con un indicador de CAPEX sobre ingresos (razón de inversiones) igual a 24,95% a marzo, la compañía da cumplimiento al *covenant* contemplado en el contrato del crédito sindicado que mantiene.

Saldo de (EBITDA-CAPEX) de Telsur continúa en niveles superavitarios

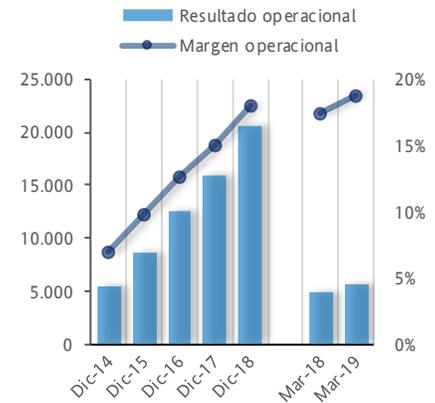
Evolución CAPEX (MM\$), (EBITDA-CAPEX) (MM\$) y CAPEX/Ingresos (%)



Fuente: Estados financieros

Telsur ha evidenciado un crecimiento sostenido en términos operacionales

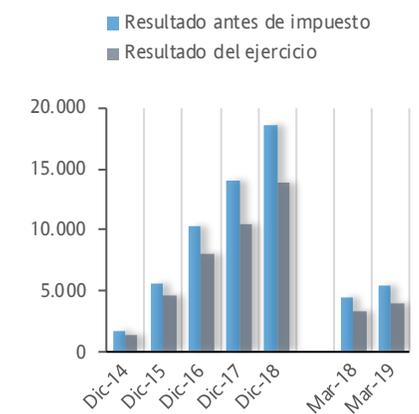
Evolución de resultado operacional (MM\$) y margen operacional (%)



Fuente: Estados financieros

Favorable evolución operacional explica evolución de utilidad neta

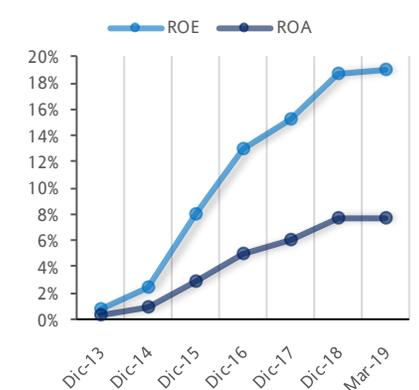
Evolución resultados Telsur (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Rentabilidades del negocio tienden a consolidarse luego de años con gran crecimiento

Evolución rentabilidad del patrimonio y activos (%)



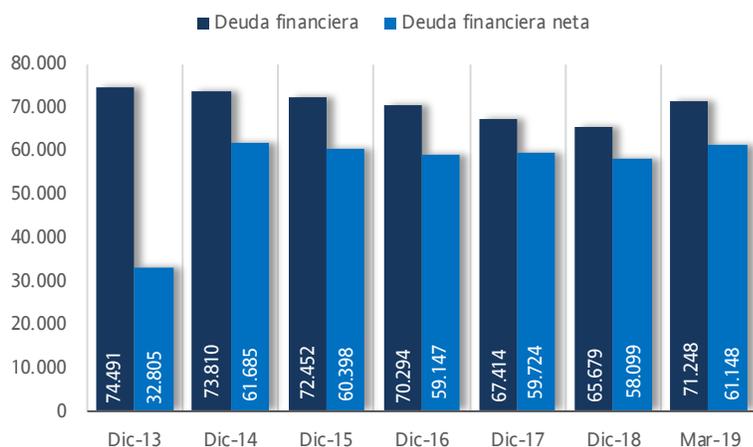
Fuente: Estados financieros

Aun cuando la deuda de la compañía incorpora el efecto contable de IFRS 16, ésta se mantiene dentro de sus rangos históricos

A marzo de 2019, la deuda financiera⁴ de la compañía llegó a \$71.248 millones, lo que representó un crecimiento de 8,5% respecto a diciembre de 2018. El incremento en el stock de obligaciones financieras considera principalmente el efecto contable de IFRS 16, que la compañía ha estimado en \$5.164 millones. La deuda financiera neta⁵, por su parte, se incrementó 5,2%, alcanzando un valor de \$61.148 millones al cierre de marzo de 2019.

Stock de deuda de la compañía se habría incrementado solamente 0,6% sin efecto IFRS 16

Evolución deuda financiera (MM\$)



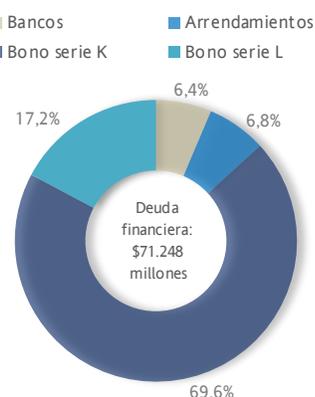
Fuente: Estados financieros

La deuda financiera de la compañía se constituye de un crédito sindicado (6,4%) otorgado por BCI, BICE y Banco de Chile, cuyo vencimiento se encuentra programado para marzo de 2020. Adicionalmente, la empresa cuenta con los bonos series K y L (86,8%), además de las obligaciones por arrendamientos financieros (6,8%). El perfil de vencimientos de la compañía está concentrado principalmente hacia el largo plazo, lo que, en según nuestras estimaciones, le permite cubrir holgadamente sus obligaciones de los próximos doce meses (RCSD⁶).

Pese a los incrementos en el stock de deuda como resultado de la nueva norma contable, los indicadores de endeudamiento y cobertura de la compañía se mantienen dentro de sus rangos históricos. Al cierre del primer trimestre de 2019, el indicador de endeudamiento total llegó a 1,49 veces (1,42 veces sin IFRS 16), lo que da cumplimiento a la restricción financiera contenida en los contratos de emisión de bonos.

Bono serie K representa más de dos tercios de la deuda financiera de la compañía

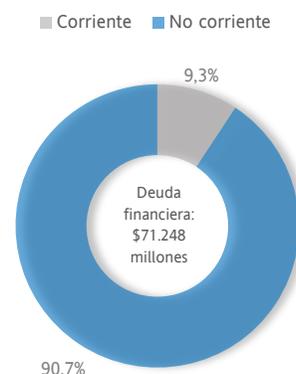
Composición deuda financiera por tipo de deuda (%)



Fuente: Estados financieros

Gran proporción de la deuda financiera está estructurada hacia el mediano y largo plazo

Composición deuda financiera por vencimiento (%)



Fuente: Estados financieros

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación

Indicadores (N° de veces)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Mar-19
Endeudamiento total ⁷	1,76	1,84	1,70	1,57	1,45	1,44	1,49
Endeudamiento financiero ⁸	1,29	1,31	1,22	1,08	0,93	0,88	0,92
Endeudamiento financiero neto ⁹	0,57	1,10	1,01	0,91	0,82	0,77	0,79
Deuda financiera neta / EBITDA	1,27	2,16	1,86	1,59	1,46	1,38	1,45
Cobertura gastos financieros netos ¹⁰	12,73	12,63	19,30	25,67	31,73	36,99	36,02
Razón circulante ¹¹	2,83	1,55	1,50	1,32	1,18	1,26	1,16
Razón ácida ¹²	2,69	1,31	1,23	1,13	0,96	1,03	1,00

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Consideramos que los niveles de deuda continúan relativamente bajos respecto a la generación propia de flujos. Asimismo, la compañía mantiene un alto grado de cobertura de los costos asociados al stock de obligaciones financieras. A marzo de 2019, el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA se mantuvo bajo 1,5 veces, llegando a 1,45 veces (1,38 veces a diciembre de 2018). A la misma fecha, el indicador de cobertura de gastos financieros alcanzó 36,02 veces (36,99 veces a diciembre de 2018).

En nuestra opinión, Telsur ha logrado fortalecer su situación financiera respecto a otros competidores de la industria, con una sólida generación de flujos y una estabilidad en sus indicadores de deuda, como consecuencia de la reducción sostenida en el stock de obligaciones a través del tiempo. A raíz de lo anterior, **el rating de la compañía se modificó al alza en diciembre de 2018.**

Metodología de clasificación

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

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 los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. 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, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

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 632, 633 (serie K) y 666 (serie L). En cuanto a la clasificación de riesgo de estos instrumentos, 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.

Principales características líneas de bonos vigentes

	Línea 632	Línea 633	Línea 666
Fecha inscripción	26-may-2010	26-may-2010	26-may-2011
Plazo (años)	10	30	30
Monto inscrito	UF 2.000.000	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Monto colocado vigente	-	UF 1.770.000	UF 440.00
Series vigentes	-	Serie K	Serie L

Fuente: Elaboración propia con información CMF

Principales características series de bonos vigentes

	Serie K	Serie L
N° de inscripción	633	666
Fecha inscripción	27-may-2010	27-may-2011
Plazo (años)	21	20,92
Monto inscrito	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Monto colocado	UF 1.770.000	UF 440.000
Deuda vigente	UF 1.770.000	UF 440.000
Tasa emisión (%)	4,2%	4,0%
Garantía	No contempla	No contempla
Vencimiento	30-may-2031	15-may-2032

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

Covenant	Exigencia	Mar-18	Jun-18	Sep-18	Dic-18	Mar-19
Endeudamiento total (N° de veces)	<= 2,2	1,45	1,48	1,48	1,44	1,49
Patrimonio mínimo (MM\$)	>= 42.905	74.698	70.142	72.549	74.983	77.761
Activos libres de gravámenes (N° de veces)	>= 1,1	1,69	1,68	1,68	1,69	1,67

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Evolución de ratings**Evolución clasificaciones**

Fecha	Clasificación solvencia	Clasificación bonos	Clasificación efectos de comercio	Tendencia	Motivo
5-jul-13	A+	A+	N1/A+	Positiva	Cambio de tendencia
30-ago-13	A+	A+	N1/A+	Positiva	Reseña anual
28-mar-14	AA-	AA-	N1/AA-	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
29-ago-14	AA-	AA-	N1/AA-	Estable	Reseña anual
31-ago-15	AA-	AA-	N1/AA-	Estable	Reseña anual
31-ago-16	AA-	AA-	N1/AA-	Estable	Reseña anual
31-ago-17	AA-	AA-	N1/AA-	Estable	Reseña anual
31-ago-18	AA-	AA-	N1/AA-	Estable	Reseña anual
03-dic-18	AA	AA	N1/AA	Estable	Cambio de clasificación
31-jul-19	AA	AA	-	Estable	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

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.

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

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-18	mar-19
Activos corrientes	59.873	31.472	32.418	32.647	32.703	39.894	37.839	43.187
Activos no corrientes	100.172	128.419	128.308	134.772	144.655	143.251	145.149	150.703
Activos totales	160.045	159.891	160.725	167.419	177.358	183.145	182.989	193.890
Efectivo y equivalentes	20.337	11.802	12.054	11.147	7.691	7.580	11.903	10.100
Pasivos corrientes	21.131	20.285	21.574	24.669	27.751	31.749	32.069	37.344
Pasivos no corrientes	80.983	83.275	79.608	77.538	77.213	76.413	76.222	78.785
Pasivos totales	102.113	103.560	101.182	102.208	104.964	108.162	108.291	116.129
Deuda financiera corriente	4.200	4.114	4.186	4.228	3.730	3.227	5.486	6.615
Deuda financiera no corriente	70.291	69.695	68.266	66.066	63.684	62.452	62.579	64.633
Deuda financiera total	74.491	73.810	72.452	70.294	67.414	65.679	68.065	71.248
Deuda financiera neta	32.805	61.685	60.398	59.147	59.724	58.099	56.162	61.148
Patrimonio	57.932	56.331	59.544	65.211	72.394	74.983	74.698	77.761
Ingresos de explotación	69.256	77.466	87.451	99.271	105.527	114.106	28.391	30.272
Resultado operacional	3.329	5.364	8.515	12.559	15.867	20.505	4.937	5.677
Ingresos financieros	1.689	1.160	1.549	1.772	1.710	1.707	450	382
Gastos financieros	3.719	3.417	3.228	3.220	3.002	2.845	727	696
Gastos financieros netos	2.031	2.258	1.679	1.448	1.292	1.138	277	313
Utilidad del ejercicio	429	1.375	4.591	8.105	10.443	13.800	11.818	14.474
Razón circulante (N° de veces)	2,83	1,55	1,50	1,32	1,18	1,26	1,18	1,16
Razón ácida (N° de veces)	2,69	1,31	1,23	1,13	0,96	1,03	0,98	1,00
Endeudamiento total (N° de veces)	1,76	1,84	1,70	1,57	1,45	1,44	1,45	1,49
Endeudamiento financiero (N° de veces)	1,29	1,31	1,22	1,08	0,93	0,88	0,91	0,92
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,57	1,10	1,01	0,91	0,82	0,77	0,75	0,79
EBITDA	25.843	28.524	32.393	37.163	40.984	42.100	11.032	11.246
Margen EBITDA (%)	37,32%	36,82%	37,04%	38,21%	38,84%	36,9%	38,9%	37,2%
EBITDA 12 meses	25.843	28.524	32.393	37.163	40.984	42.100	42.734	42.314
Cobertura gastos financieros netos (N° de veces)	12,73	12,63	19,3	25,67	31,73	36,99	34,59	36,02
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	2,88	2,59	2,24	1,89	1,64	1,56	1,59	1,68
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	2,1	2,17	1,86	1,59	1,46	1,38	1,31	1,45
Capex	17.932	22.439	23.613	29.147	28.098	28.243	6.015	7.553
Capex/Ingresos (%)	25,89%	28,97%	27,00%	29,36%	26,63%	24,75%	21,19%	24,95%
EBITDA - CAPEX	7.911	6.085	8.780	8.016	12.886	13.857	5.017	3.694

¹ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – gastos por beneficios a empleados – otros gastos por función + otras ganancias (pérdidas).

² Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos por actividades ordinarias.

³ Capex = Compras de propiedades, plantas y equipos + compras de intangibles, ambas partidas del estado de flujo de efectivo.

⁴ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁵ Deuda financiera neta = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros.

⁶ RCSD = (Caja + EBITDA – Capex – Impuesto, proyectados) / (obligaciones financieras próximos 12 meses, capital e interés).

⁷ Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

⁸ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes – otros activos financieros corrientes) / patrimonio total.

¹⁰ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA anualizado / (costos financieros – ingresos financieros, anualizados).

¹¹ Razón circulante = Activo circulante / pasivo circulante.

¹² Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante.

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.