

Sector Eléctrico
Chile
Análisis de Riesgo

CGE Transmisión S.A.

Ratings

	Rating Actual
Línea de Bonos N°353	AA(chl)
Bono N°352, (Serie B)	AA(chl)
IDR (ML/ME)	NC

IDR-Issuer Default Rating, ML-Moneda Local, ME-Moneda Extranjera. NC-no clasificado.

Outlook

Estable

Watch

N/A

Información Financiera

CGE Transmisión S.A. (Ch\$MM)	31/06/08 (12 meses)	31/12/07
Total Activos	214.010	207.475
Total Deuda Financiera	79.921	79.922
Ingresos	49.009	48.488
EBITDA	35.498	35.430
Flujo Generado por las Operaciones (FFO)	31.224	32.041
Deuda Financiera Total/EBITDA (x)	2,3	2,3
Deuda Financiera Total/FFO(x)	2,2	2,2
EBITDA/Gastos Financieros (x)	8,0	8,5

Analistas

M. Beatriz Moreno B.
+562 499-3315
Beatriz.moreno@fitchratings.com

Giovanny Grosso
+562 499-3327
Giovanny.grosso@fitchratings.com

Informes Relacionados

- *CGE, Agosto 2008*
- *CGE Distribución, Agosto 2008*
- *Conafe, Mayo 2008*
- *Empresas Emel, Agosto 2007*
- *Gasco, Julio 10, 2007*

Fundamentos

- La clasificación asignada a CGE Transmisión se fundamenta en la estabilidad de sus flujos de caja y en el consolidado marco regulatorio en el que opera. Adicionalmente, la clasificación incorpora los estables y adecuados niveles de endeudamiento que CGE Transmisión presenta, con vencimientos acordes al horizonte de inversiones y a la generación de flujos en el largo plazo.
- Por otro lado, restringe la clasificación la mayor presión que existe sobre los flujos de la compañía tras el incremento en los niveles de endeudamiento de su matriz Compañía General de Electricidad S.A. (CGE, 'AA-(chl)' e Issuer Default Rating (IDR) de BBB+ por Fitch). Tras la compra de Empresas Emel S.A. (Emel, 'AA(chl)' por Fitch) en Noviembre de 2007, CGE aumentó su nivel de endeudamiento financiero, el cual ya era considerado elevado para la clasificación antes de dicha adquisición. En términos consolidados, CGE aumentó su deuda financiera desde US\$1.832 millones a septiembre de 2007 (antes de la compra de Emel) a US\$2.687 millones a junio de 2008 (esta última incluye la deuda financiera consolidada de Emel por US\$222 millones a junio 2008), pasando de una relación Deuda a EBITDA de 4,0 veces (x) para el año móvil terminado en septiembre de 2007, a 5,2x para los últimos doce meses terminados en junio de 2007 (asumiendo un año completo del EBITDA de Emel).
- Fitch considera que existe la suficiente interdependencia financiera entre CGE y sus subsidiarias, de manera tal que la calidad crediticia de las empresas operativas esté correlacionada con la de CGE y se afecte negativamente con un deterioro de la flexibilidad financiera de su matriz. Lo anterior considerando que CGE tiene el control de sus subsidiarias operativas, que solamente cuenta con los dividendos repartidos por estas para pagar su deuda individual, que no existe un fuerte mecanismo que limite el flujo de recursos desde las subsidiarias operativas a la matriz (por ejemplo, restricciones al pago de dividendos), y que las subsidiarias reciben apoyo financiero de la matriz en la forma de cuenta corriente mercantil. No obstante, CGE Transmisión está clasificada con un *notch* en escala nacional por sobre la clasificación de CGE, dada la subordinación estructural de la deuda de la matriz con respecto a la subsidiaria operativa.

¿Que Podría Gatillar un Cambio en la Clasificación?

- La clasificación de riesgo de CGE Transmisión podría afectarse positivamente si su matriz CGE logra disminuir y estabilizar sus niveles de endeudamiento en comparación con sus flujos operacionales consolidados y dividendos percibidos.
- Por otro lado, un aumento significativo en los actuales niveles de deuda o un retraso considerable en la disminución de los indicadores de endeudamiento de su matriz, junto con cambios considerables en el marco regulatorio en el que CGE Transmisión opera, entre otros, podrían debilitar el perfil crediticio de la compañía en el futuro.

Estructura de Deuda, Liquidez e Indicadores Crediticios

A junio de 2008, la deuda financiera CGE Transmisión se ha mantenido estable con respecto al año anterior totalizando Ch\$79.921 millones (Ch\$79.922 millones a diciembre de 2007). De total de deuda financiera, un 77% corresponde a deuda con tenedores de bonos locales con vencimiento en octubre del año 2024. La compañía presenta un manejable perfil de vencimientos con un 98,8% de su deuda estructurada en el largo plazo a marzo de 2008, lo cual es consistente con su perfil de inversiones de largo plazo, que corresponde a negocios regulados e intensivos en activos fijos.

A junio 2008, el patrimonio de la compañía corresponde a un 52% de sus activos totales, demostrando adecuados y estables niveles de capitalización (51% a Diciembre de 2007).

Durante el primer semestre de 2008, la energía retirada del sistema por CGE Transmisión alcanzó los 5.505 Gwh, lo cual es levemente inferior a lo retirado durante el mismo período del año 2007 (4.537 Gwh), no obstante presentó un aumento en sus ingresos de 2,1%.

El flujo EBITDA para el año móvil terminado en junio de 2008 totaliza Ch\$35.498 millones, presentando un crecimiento de 0,2% con respecto a diciembre de 2007. De esta forma, la compañía presenta muy estable y adecuadas medidas de protección crediticia, mostrando un nivel de endeudamiento medido como la relación Deuda Financiera a EBITDA de 2,3 veces (x) y una cobertura EBITDA sobre Gastos Financieros de 8,0x para los últimos doce meses terminados en junio 2008 (2,3x y 8,5x a Diciembre de 2007, respectivamente).

Perfil

CGE Transmisión comercializa el servicio de transporte de electricidad de las líneas y de transformación de las subestaciones de poder, para posibilitar su llegada a los centros de consumo. Pertenece en un 100% a CGE y opera los activos de subtransmisión del grupo entre la III^a y la X^a Región, concentrando la mayor parte de los activos de subtransmisión del grupo.

En promedio, durante los últimos 3 años CGE Transmisión ha repartido cerca de un 80% de sus utilidades, mientras que su política establece un mínimo de 50%. Es así como la compañía es la segunda filial del grupo CGE en términos de flujo, contribuyendo con un 17% de los dividendos recibidos por su matriz durante 2007. Los dividendos repartidos por CGE Transmisión, junto con los de las otras filiales del sector eléctrico le entregan una importante estabilidad a los flujos de su matriz.

Operaciones

Las empresas generadoras de energía inyectan la electricidad al sistema troncal de transmisión (alta tensión), cuyos activos son mayoritariamente propiedad de Transelec S.A. ('A(chl)' por Fitch). CGE Transmisión participa en el negocio de la subtransmisión de electricidad, la que se refiere a la transformación y transporte de la electricidad en tensiones menores a 220 kV. De esta forma, CGE Transmisión, participando de los sistemas de subtransmisión del país, transporta la electricidad desde las barras de conexión con el sistema troncal hasta las redes de las empresas distribuidoras, quienes entregan la electricidad a los clientes finales. Adicionalmente el sistema de subtransmisión puede transportar electricidad directamente hasta centros de consumo de clientes libres.

CGE Transmisión posee redes en tensiones de 220, 154, 110 y 66 kV y operacionalmente se divide en seis sistemas estructurados según área geográfica. Dentro de los activos fijos relevantes para la empresa destacan las subestaciones de poder, subestaciones

seccionadoras y las líneas de transmisión, que se reparten de la siguiente forma en las tres zonas anteriormente mencionadas:

Infraestructura CGE Transmisión (2007)							
	Elqui	Aconcagua	Cachapoal	Maule	Bío Bio	Araucanía	Total
Nº Subestaciones Transformadoras	13	12	28	19	27	20	119
Nº Subestaciones Seccionadoras	0	0	8	9	6	5	28
Potencia Instalada en Subestaciones (MVA)	433	432	997	869	1.062	673	4.466
Líneas de Transmisión (Kms)	608	251	340	428	296	668	2.591
154 kV	-	-	1	3	1	65	70
110 kV	319	251	-	-	-	-	570
66kV	289	-	339	425	295	603	1.951

Fuente: CGE Transmisión

Los contratos que actualmente tiene CGE Transmisión son contratos bilaterales, donde sus clientes pagan un peaje por uso de instalaciones. Mientras no se dicte el decreto supremo con las nuevas tarifas de este sector, como lo estableció la llamada Ley Corta I, será este el mecanismo mediante el cual la compañía recibirá sus ingresos. En los contratos de CGE Trasmisión se observa el importante peso de las empresas del grupo CGE, ya que la compañía a diciembre de 2007 tiene contratos vigentes con CGE Distribución y Cía. Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. ('AA(chl)' por Fitch), los cuales representa una parte importante de los ingresos de la compañía.

El mercado de la subtransmisión se caracteriza por tener altas barreras de entrada, dadas las altas inversiones iniciales necesarias para la operación. CGE Transmisión tiene un plan de crecimiento conservador y estable, con las inversiones de mejoramiento necesarias para mantener la calidad del servicio. En promedio, la empresa debería invertir anualmente aproximadamente 2,5 veces la depreciación del ejercicio.

Marco Regulatorio

Regulación en Subtransmisión

En el año 2004, la llamada "Ley Corta I" modificó el marco regulatorio que determina las tarifas de los sistemas de subtransmisión, entre otras cosas, incorporando criterios de eficiencia para el cálculo de la rentabilidad que obtienen las compañías en dicho sector.

El VI (Valor de la Inversión) optimizado es el principal concepto en el cálculo de las tarifas de la subtransmisión. El reglamento de la Ley de Servicios Eléctricos obliga a las compañías propietarias de sistemas de sub-transmisión a presentar a la CNE sus proposiciones de VI y COMA (costos de operación y mantenimiento). La renta por el uso de las instalaciones de sub-transmisión, está fijada por ley, según una fórmula que considera la anualidad del VI, los COMA y una rentabilidad del 10%. Actualmente el estudio que dictará las tarifas aplicables hasta fines del 2010 se encuentra en proceso y se espera concluya durante el 2008.

Características de los Instrumentos

Línea de Bonos N°353

El 10 de octubre de 2003, CGE Transmisión inscribió en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) la línea de bonos N°353 por un monto máximo a emitir de UF 2.500.000, la cual tiene un plazo máximo de vencimiento de 10 años para todas las obligaciones de pago que se emitan con cargo a dicha línea. Actualmente la línea de bonos N°353 se encuentra sin colocaciones vigentes.

- Resguardos Principales:
 - Mantener una relación Pasivo Exigible a Pasivo Total menor o igual a 1,2 veces.
 - Mantener una cobertura sobre gastos financieros superior a 3,5 veces.
 - Mantener un patrimonio mínimo de UF 3.500.000.
 - Mantener al menos un 70% de los activos totales del emisor en los sectores generación y/o distribución y/o comercialización y/o transmisión de energía eléctrica en Chile.
- Garantías: Las emisiones de bonos que se realicen con cargo a la línea de bonos no contarán con garantías específicas.

Bono N° 352 (Serie B)

El 10 de octubre de 2003, CGE Transmisión inscribió en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) el bono N°352 (Serie B) por un monto máximo a emitir de UF 3.500.000, con un plazo máximo de vencimiento de 21 años para todas las obligaciones de pago que se emitan con cargo a dicha inscripción.

Actualmente se encuentra colocada la Serie B por UF 3.000.000, cuyas características de la Serie B son las siguientes:

	Serie B
Fecha Emisión nominal	01/10/2003
Monto	MM UF 3,0
N° Bonos / Valor Bono	300 / UF10.000
Tasa Interés	5,50%
Plazo	21 años
Pago Intereses	Semestral
Amortización	Semestral
Inicio	01/04/2009
Vencimiento	31/10/2024
Rescate Anticipado	01/04/2009

- Resguardos Principales:
 - Mantener una relación Pasivo Exigible a Pasivo Total menor o igual a 1,2 veces.
 - Mantener una cobertura sobre gastos financieros superior a 3,5 veces.
 - Mantener un patrimonio mínimo de UF 3.500.000.
- Garantías: Las emisiones de bonos que se realicen con cargo a la línea de bonos no contarán con garantías específicas.

Resumen Financiero – CGE Transmisión S.A.

(Cifras en millones de pesos, a Junio 30, 2008)

Tipo de cambio al final del periodo (Ch\$ por US\$)	526,1	496,9	532,4	512,5	557,4	593,8
	12 m Jun'08	2007	2006	2005	2004	2003
Rentabilidad (%)						
EBITDA Operativo	35.498	35.430	32.479	28.163	26.448	23.714
Margen de EBITDA (%)	72,4%	73,1%	72,9%	72,9%	75,4%	73,1%
Retorno del FFO / Capitalización Ajustada (%)	18,7%	19,4%	14,8%	14,3%	15,9%	16,6%
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	-12,4%	-9,1%	-31,3%	-9,3%	-44,9%	-10,0%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	17,3%	18,3%	17,6%	15,7%	15,6%	16,0%
Coberturas (x)						
FFO / Gastos Financieros	8,1	8,7	6,5	6,3	6,2	9,7
EBITDA Operativo/ Gastos Financieros	8,0	8,5	7,7	7,7	6,6	10,2
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	6,6	7,0	6,3	6,2	5,4	0,6
FFO / Cargos Fijos	8,1	8,7	6,5	6,3	6,2	9,7
FCF / Servicio de Deuda	-0,3	0,0	-1,9	0,0	-2,4	0,0
(FCF + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	-0,3	0,0	-1,9	0,1	-2,4	0,0
FFO / Inversiones de Capital	1,4	1,6	1,0	2,0	0,7	3,0
Estructura de Capital y Endeudamiento (x)						
Deuda Financiera / FFO	2,2	2,2	3,0	2,7	2,5	2,0
Deuda Financiera / EBITDA Operativo	2,3	2,3	2,5	2,2	2,3	2,0
Deuda Financiera Neta / EBITDA Operativo	2,2	2,3	2,5	2,2	2,3	1,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,5%	5,2%	5,9%	5,9%	7,5%	-
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total (%)	1,2%	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%	0,8
Balance						
Total Activos	214.010	207.475	199.271	174.474	169.894	160.953
Caja e Inversiones Corrientes	153	98	50	459	150	342
Deuda Financiera Corto Plazo	935	944	954	838	836	35.829
Deuda Financiera Largo Plazo	78.986	78.977	79.307	61.096	60.991	10.423
Deuda Financiera Total	79.921	79.922	80.260	61.934	61.827	46.252
Total Patrimonio	110.248	106.419	103.476	99.123	94.579	89.631
Capitalización Ajustada	190.169	186.341	183.736	161.057	156.406	135.883
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FFO)	31.224	32.041	22.963	19.329	20.817	20.291
Variación del Capital de Trabajo	-828	-595	-1.352	-58	-7.373	-444
Flujo de Caja Operativo (CFO)	30.396	31.446	21.611	19.271	13.444	19.846
Inversión en Activo Fijo	-21.853	-19.739	-22.127	-9.520	-20.129	-6.529
Dividendos	-14.613	-16.103	-13.406	-13.337	-9.084	-16.574
Flujo de Fondos Libre (FCF)	-6.070	-4.396	-13.923	-3.586	-15.769	-3.257
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	281	329	293	548	274	30
Otras Inversiones, Neto	10.473	11.380	-4.690	1.972	0	0
Variación Neta de Deuda	0	0	17.955	0	17.985	178
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros Financiamientos, Neto	-4.914	-7.334	0	0	-1.146	0
Variación de Caja	-231	-21	-365	-1.066	1.343	-3.049
Estado de Resultados						
Ventas Netas	49.009	48.488	44.525	38.619	35.094	32.429
Variación de Ventas (%)		8,9%	15,3%	10,0%	8,2%	NM
EBIT	27.766	28.503	26.079	22.656	21.433	19.283
Gastos Financieros	-4.426	-4.149	-4.204	-3.681	-4.035	-2.324
Resultado Neto	18.788	19.207	17.831	15.228	14.338	14.314

EBITDA = utilidad operativa + depreciación y amortización. EBIT = utilidad operativa. FFO = Utilidad Neta + Depreciación y Amortización + Resultado en Venta de Activos + Castigos y Provisiones + Resultado Inversión en Empresas Relacionadas + Otros Ajustes al Resultado Neto + Variación Otros Activos + Variación Otros Pasivos - Dividendos Preferentes. CFO = FFO + Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo y Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Cargos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos. Las cifras pueden no cuadrar debido al redondeo de decimales.

Copyright © 2008 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o imposibilidad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos.