

Reseña Anual de Clasificación (estados financieros marzo 2017)

Telefónica del Sur S.A.

Ratings

Makarena Gálvez
Analista Senior
mgalvez@icrchile.cl

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

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

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo ratifica en **categoría AA-**, con tendencia **"Estable"**, 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, ratifica en categoría **N1+/AA-** la línea de efectos de comercio y en categoría **Primera Clase Nivel 4**, la clasificación de sus títulos accionarios, nemotécnico TELSUR.

La clasificación de solvencia se sustenta principalmente en el ambiente competitivo, tecnología y redes, diversificación, marco regulatorio del sector y en la situación financiera. Al respecto:

- **Ambiente competitivo:** Telsur es un operador de telecomunicaciones predominante en la zona austral de Chile (regiones VIII, IX, X, XIV y XI), entregando servicios de telefonía, televisión, internet y datos. Durante el 2015, la compañía logró unir Puerto Montt, Chiloé y Coyhaique mediante la entrada en operación del segundo tramo de fibra Austral, proyecto que fue desarrollado por Telsur. Lo anterior, le ha permitido fortalecer la posición de liderazgo a través del aumento de la capacidad y disponibilidad de los servicios entregados.
- **Tecnología y redes:** Telsur mantiene ventajas competitivas respecto a la entrada de operadores móviles virtuales en su área de cobertura, debido a su sólido despliegue en infraestructura de fibra óptica (FCA). En opinión de ICR, Telsur mantiene buen manejo operacional de sus redes, tal que se dedica a fortalecer constantemente su infraestructura, redes de transporte, datos y fibra.

Además, el intensivo uso de recursos para el desarrollo de esta tecnología se constituye como la principal barrera de entrada al sector, por lo que, en opinión de esta clasificadora, la compañía estaría expuesta a bajas amenazas de sustitución de los servicios existentes en su zona de cobertura geográfica.

- **Diversificación:** Respecto a los servicios que ofrece a sus clientes, se identifican los segmentos de telefonía, telefonía móvil, internet, televisión y servicios a empresas. En opinión de esta clasificadora, el operador tiene la habilidad para ofrecer paquetes de servicios, tanto en el mercado residencial como en el segmento de empresas, a través de la incorporación de servicios de data centers regionales y de tecnologías de la información.

A marzo 2017, la compañía alcanzó 492.394 servicios¹, destacando que el 45,3% de la cartera de servicios corresponde a prestaciones de fibra óptica a la casa.

- **Regulaciones del sector:** Las tarifas de ciertos servicios de telecomunicaciones están afectas a regulación, hecho que podría afectar los ingresos de la compañía ante eventuales descensos en las tarifas. Asimismo, el organismo regulador del sector (Subtel), busca impulsar la competencia en la industria a través del constante perfeccionamiento en materias regulatorias.
- **Situación financiera:** Telefónica del Sur mantiene una adecuada situación financiera, tal que a marzo 2017 generó un EBITDA de \$9.283 millones, o que representa un crecimiento de 7,3% en comparación al mismo periodo de 2016.

Respecto a sus niveles de deuda, la compañía no ha realizado emisiones recientemente y continúa amortizando sus obligaciones, por lo que mantiene satisfactorios niveles de endeudamiento (1,54 veces a marzo 2017 y 1,57 veces al cierre de 2016). Dado lo anterior, el indicador de deuda financiera neta / EBITDA mejoró desde 1,59 veces a diciembre 2016 hasta 1,51 veces al primer trimestre 2017.

Adicionalmente, su perfil de vencimientos se concentra en el largo plazo, por lo que ICR considera que la sociedad tendría capacidad suficiente para servir adecuadamente sus compromisos financieros de 2017 y 2018.

Antecedentes de la Compañía

Telsur 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.

Durante los últimos años, la compañía ha implementado exitosamente la paquetización de servicios, lo que ha derivado en 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. y GTD Internet S.A., con una participación de 97,06% del capital accionario de la compañía.

Telsur es administrada por un directorio compuesto por siete miembros elegidos por un período de tres años. Por su parte, el comité de directores es presidido² por Juan Manuel Casanueva Préndez.

Industria de Telecomunicaciones³

La industria de telecomunicaciones en Chile sigue evolucionando como consecuencia principal de los desarrollos tecnológicos y la adopción de dichas tecnologías por los usuarios.

En el segmento de telefonía móvil y de acuerdo a información publicada por la Subtel (a marzo 2017), Chile alcanzó los 22,43 millones de abonados, con una tasa de penetración de 122,4 abonados por cada 100 habitantes, cifras inferiores a las registradas durante junio de 2013, donde se registró un máximo histórico de 24,25 millones y una tasa de penetración en torno al 138% a nivel nacional.

En contraste con lo anterior, el total de accesos a internet – fijo y móvil – muestran una marcada tendencia alcista, registrando un crecimiento de 19,17% respecto a marzo 2016, destacando durante el primer trimestre de este año las conexiones móviles totalizaron 14,37 millones, en contraste con 2,9 millones de accesos fijos.

Cabe señalar que las conexiones 4G mantienen una tendencia creciente, incrementándose 141,9%% respecto a marzo 2017 y representando el 42,6% del total de accesos a internet (fijo + móvil), mientras que las conexiones 3G, representaron el 36,7%, y tendencia decreciente, registrando una caída de 16,4% respecto a igual fecha de 2016, lo que podría explicarse por la constante incorporación de tecnología

PRINCIPALES ACCIONISTAS	
GTD Teleductos S.A.	47,22%
GTD Telesat S.A.	38,55%
GTD Internet S.A.	11,29%
Inmobiliaria e Inversiones Coigue Ltda.	1,24%
Telsur derecho a retiro S.A.	0,13%
Inversiones Tacora Ltda.	0,11%
Bata S.A.C.	0,09%
Carlos Ricardo G. Kahler Von Borries	0,08%
Ottesen y Schaefer Soc.	0,07%
Valores Security S.A. Corredora de bolsa	0,06%
Suc. Montesinos Figueroa Guillermo	0,05%
Suc. Edmundo Zencovich Basso	0,03%
Total 12 mayores accionistas	98,92%

Tabla 1: Estructura accionaria a junio de 2017.

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS)

DIRECTORIO	
Juan Manuel Casanueva Préndez	Presidente
Luis Alberto Domínguez Covarrubias	Vicepresidente
Francisco Javier Israel López	Director
Carlos José Casanueva de Landa	Director
Cristián Eyzaguirre Johnston	Director
Francisco Cerda Moreno	Director
Fernando Soro Korn	Director

Tabla 2: Composición del directorio.

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS)

en el despliegue de redes, característica intrínseca del sector de telecomunicaciones en Chile.

En el caso de los accesos por conexiones fijas, mantuvieron una participación inferior al 20% y exhibieron una contracción del 7,58% respecto a marzo 2016.



Gráfico 1: Abonados móviles.

(Fuente: Elaboración propia con información de Subtel, cifras a marzo 2017)

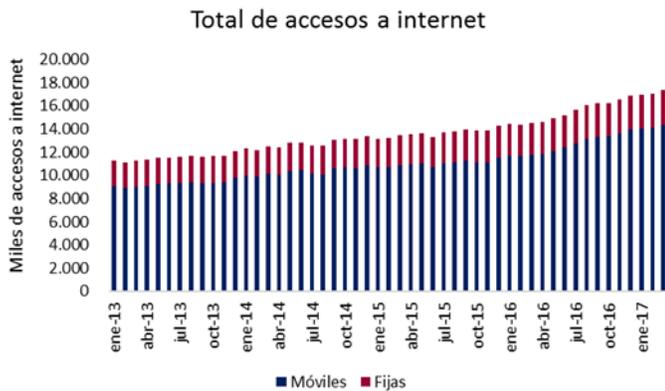


Gráfico 2: Total de accesos a internet.

(Fuente: Elaboración propia con información de Subtel, cifras a marzo 2017)

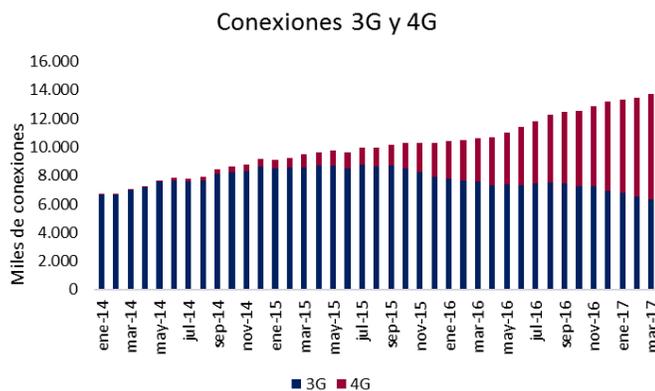


Gráfico 3: Total de conexiones móviles por tipo de tecnología.

(Fuente: Elaboración propia con información de Subtel, cifras a marzo 2017)

En opinión de ICR, esta industria se caracteriza por:

- a) ser más estable que otros sectores, ya que opera bajo un marco regulatorio estable, que restringe y vigila la actividad de la industria, tales como la fijación de cargos de acceso entre compañías y la homologación de tarifas *on-net* y *off-net*, que tienen efectos directos sobre la generación de ingresos;

Clasificación de Riesgo del Negocio

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

- b) ser intensiva en el uso de capex destinado a despliegue de redes e infraestructura que permita a las compañías responder de manera oportuna a los cambios tecnológicos y así mantener su posición competitiva;
- c) altos niveles de competencia. En los últimos años, 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.

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por Telefónica del Sur S.A. A pesar que muchos de los riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía. Así, si bien toda la industria se encuentra afectada a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

Principales riesgos	Principales mitigadores aplicados por Telefónica del Sur
Riesgo regulatorio	El alto nivel de diversificación de las actividades de la compañía, le permitirían mitigar, en parte, el efecto que un cambio en la legislación podría traer a los resultados de la sociedad.
Riesgo tecnológico y riesgo de competencia	La compañía se caracteriza por incorporar constantemente nuevas tecnologías, para mantenerse a la vanguardia y responder a los requerimientos del mercado de manera oportuna. Adicionalmente, la compañía opera con estrategias orientadas al cliente, paquetización de servicios y ofertas que le permite mitigar, en cierto grado, la mayor competitividad del sector.

Tabla 3: Principales riesgos del negocio y mitigadores de Telsur.

(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

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

AMBIENTE COMPETITIVO

La compañía es un operador de telecomunicaciones predominante en las regiones VIII, IX, X, XIV y XI, consolidándose como uno de los principales proveedores de servicios de alta capacidad en fibra óptica para hogares y empresas en sus zonas de cobertura⁴.

Adicionalmente, la compañía ha realizado constantemente planes de expansión de sus niveles de cobertura geográfica, logrando durante el 2015 la entrada en operación del segundo tramo de fibra Austral, proyecto que permitió unir Puerto Montt, Chiloé y Coyhaique. Asimismo, en mayo de 2015 fue incorporada dentro del área de cobertura de te-

telefonía la zona comprendida entre Chillán y Coyhaique, siendo esta última, atendida por la filial Compañía de Teléfonos de Coyhaique S.A. (Telcoy)⁵.

Región	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	RM	XIV	XV
TELSUR															
TELCOY															

Tabla 4: Presencia de empresas por región, líneas telefónicas.
(Fuente: Elaboración propia con información de Subtel, marzo 2017)

En opinión de esta clasificadora, lo anterior permitió fortalecer la posición de liderazgo de la empresa, a través del aumento de la capacidad y disponibilidad de los servicios entregados por la empresa en la zona austral.

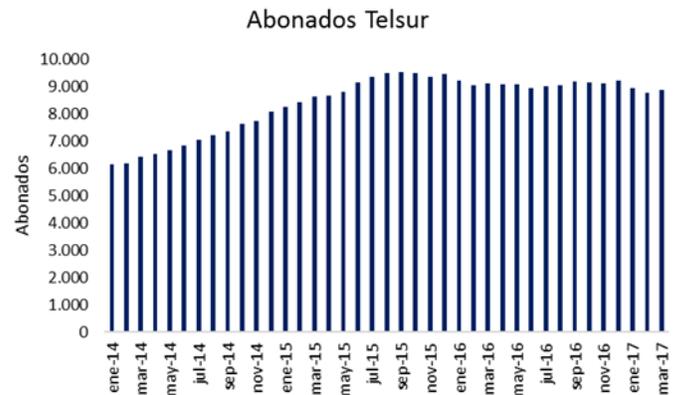


Gráfico 4: Evolutivo abonados móviles Telsur.
(Fuente: Elaboración propia con información de Subtel, cifras a marzo 2017)

DIVERSIFICACIÓN

La compañía utiliza, principalmente, estrategias de crecimiento geográfico en la zona austral de Chile, logrando en 2015 aumentar la capacidad y mejorar la disponibilidad de los servicios en la región de Aysén, a través del segundo tramo de fibra óptica Austral.

Adicionalmente, durante el 2016 la compañía amplió su zona de cobertura⁶, a través de los proyectos de fibra óptica a la casa en las regiones de Victoria y La Junta.

Las operaciones de Telsur incluyen los segmentos de telefonía, telefonía móvil, internet, televisión y servicios a empresas.

Respecto al segmento de telefonía, los esfuerzos de la compañía le han permitido mantenerse vigente en este servicio, compensando la disminución sostenida en la demanda por telefonía fija, segmento que ha sido desplazado por los servicios de telefonía móvil. Respecto a este último punto, Telsur es responsable de la comercialización de Gtd Móvil en sus zonas de cobertura, permitiéndole complementar la oferta de productos de Telsur.

El segmento empresas, agrupa servicios de VSAT (servicios de conectividad a través de enlaces satelitales), Tecnologías de Información y Datacenter, Tele presencia y TV empresas.

El segmento de internet ha presentado un desempeño favorable, de la mano de la incorporación de mayores velocidades y tecnología WIFI. El servicio incorpora la tecnología Fibra a la Casa (FCA), que incluye mayores velocidades de conexión, comercializando hoy hasta 120 Mbps, constituyéndose como un elemento esencial para la paquetización de servicios de telecomunicaciones fijas⁷.

En televisión digital, la compañía se ha enfocado en la implementación de una estrategia de paquetización de servicios, con la finalidad de anexar el servicio de televisión a clientes que ya contaban con servicios

de telefonía e internet. Esta misma estrategia ha permitido añadir nuevos clientes, incrementando la base de prestación de servicios. En el 2016, la compañía incorporó servicios *on demand* vía internet, logrando ampliar su cartera de clientes⁸ en 8,4% a través de televisión digital con contenido en HD.

En opinión de esta clasificadora, la compañía ha ido incorporando oportunamente líneas de negocio en función de las necesidades de sus clientes y el comportamiento de la industria. Asimismo, se encuentra adecuadamente diversificada por línea de negocio.

% Participación mercado TV de pago

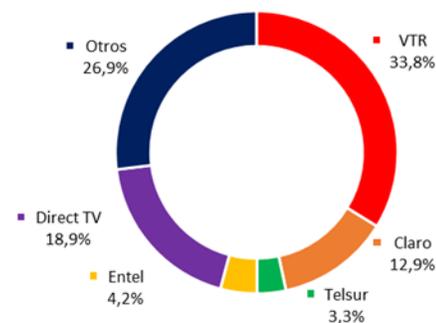


Gráfico 5: Participación de mercado suscriptores TV de pago.
(Fuente: Elaboración propia con información de Subtel, cifras a marzo 2017)

TECNOLOGÍA Y REDES

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. Asimismo, Telsur mantiene ventajas competitivas respecto a la entrada de operadores móviles virtuales al mercado, debido a su sólido despliegue en infraestructura de fibra óptica (FCA) y los esfuerzos sostenidos por mejorar este servicio.

Respecto a GTD, controlador de la compañía, durante el último trimestre de 2015 se habilitó la red 4G para el servicio GTD Móvil⁹ permitiéndole a la compañía entregar acceso a la nueva generación de redes móviles de comunicación de alta velocidad, tanto a personas como a empresas. En opinión de esta clasificadora, el continuo despliegue de

la red de acceso de fibra óptica a la casa (FCA) y el crecimiento de su red en 27% respecto a 2015 (durante el 2016, fueron incorporados a la red de Telsur, 36.059 nuevos filamentos de fibra óptica, llegando a un total de 168.911 filamentos construidos a diciembre 2016, según información publicada en memoria corporativa de la empresa), son considerados como elementos positivos para la clasificación, ya que el operador (y el usuario) se beneficia de las tecnologías recientes, generando ventajas competitivas.

Asimismo, el intensivo uso de recursos para el desarrollo de proyectos de fibra óptica se constituye como la principal barrera de entrada al sector, por lo que la compañía estaría expuesta a baja amenaza de sustitución de los servicios existentes en su zona de cobertura geográfica.

REGULACIÓN

El marco regulatorio en la industria de telecomunicaciones móvil y fijo, ha permitido que en los últimos años se intensifique la competencia, principalmente a causa de la portabilidad numérica, reducción de los cargos de acceso y la eliminación del servicio de larga distancia local.

A continuación, se presentan algunos hitos regulatorios relevantes:

i) Portabilidad numérica: La portabilidad de números telefónicos móviles y fijos se habilitó de conformidad con el calendario establecido por la Subtel, mediante Resolución N° 6.367 de 2011. El 16 de marzo de 2013, se inició la portabilidad numérica de los servicios de voz sobre internet y telefonía rural. Mediante la resolución exenta N° 1.022 del 31 de marzo de 2014 de la Subsecretaría de Telecomunicaciones, se modificó la fecha de inicio de la portabilidad de los servicios complementarios, cuya operación se inicia a partir del 13 de octubre de 2014;

ii) Cargos de acceso segmento móvil: Con fecha 25 de enero de 2014 entraron en vigencia los nuevos decretos tarifarios, a través de los cuales se estableció una reducción de 73% en los cargos de acceso para las compañías operadoras móviles durante los

próximos cinco años. Los mismos decretos establecen la eliminación de los diferenciales de precios entre llamadas dentro y fuera de las compañías, conocidas como tarifas *on-net* y *off-net*, respectivamente;

iii) Sistema tarifario segmento fijo: La regulación establece los precios máximos para los servicios de interconexión (cargos de acceso a las redes), servicios de tramo local y otras prestaciones menores; mientras que establece libertad tarifaria para los servicios de línea telefónica, servicio local medido, cargo por conexión telefónica y teléfonos públicos. En febrero de 2015, se publicó en el Diario Oficial el decreto N° 77 de 5 de mayo de 2014, que estableció la nueva estructura de tarifas para la compañía, que implicó una rebaja de 43,5% en los cargos de acceso durante el primer año de aplicación; y

iv) Eliminación del servicio de larga distancia nacional: A partir del 29 de marzo de 2014, se inició la etapa de eliminación del servicio de larga distancia nacional, lo que implicó reconocer a todo el territorio nacional como una zona única en que todas las llamadas son locales. El proceso concluyó el 9 de agosto de 2014 en la Región Metropolitana.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A marzo 2017, los ingresos ordinarios de la compañía se incrementaron 8,61% respecto al primer trimestre de 2016. Lo anterior se explicó por mayores ingresos por concepto de internet, televisión y datos, segmentos que respectivamente registraron variaciones positivas de 14,92%, 11,62% y 11,46%.

Los ingresos por telefonía fija, por su parte, mantuvieron su tendencia decreciente, contrayéndose 7% respecto a igual periodo del año anterior. Su participación sobre los ingresos totales alcanzó el 18% a marzo de 2017 (25% a marzo de 2015 y 22% a marzo de 2016).

En compensación al efecto anterior, la sustitución de los servicios de telefonía fija por el uso de datos, se refleja en la creciente participación del segmento de internet sobre los ingresos totales, representando el

34% a marzo de 2017 (32% en marzo 2016 y 31% en el mismo periodo de 2015).

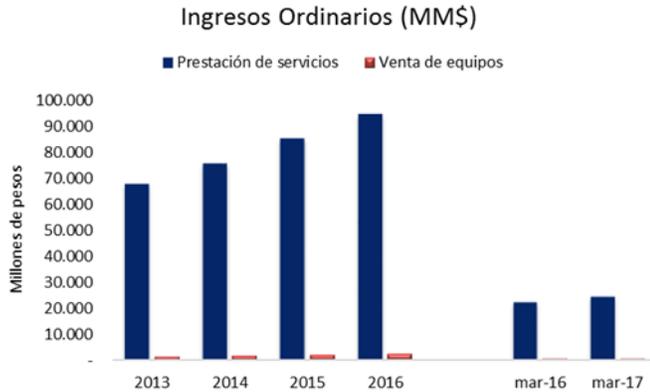


Gráfico 6: Evolución ingresos.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

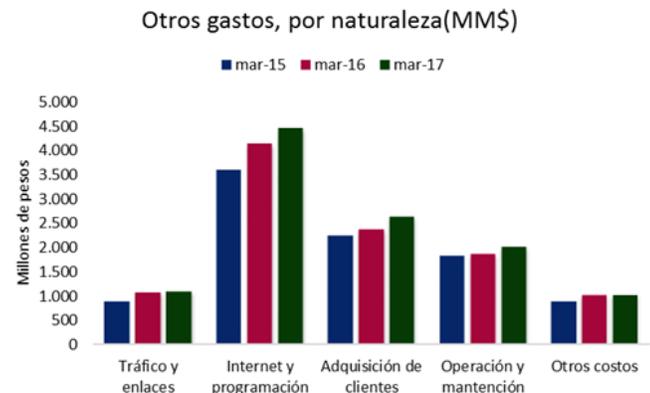


Gráfico 7: Otros Gastos por naturaleza.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Consistente con lo anterior, los gastos de operación asociados al segmento de internet son predominantes sobre su estructura de costos.

Por su parte, el EBITDA¹⁰ de la compañía al cierre de marzo 2017 fue de \$9.283 millones, superior 7,13% respecto al mismo trimestre de 2016. En términos de margen EBITDA, el indicador se mantiene en niveles superiores al 35%, evidenciando 36,64% a marzo 2017 y 38,21% al cierre del 2016.

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

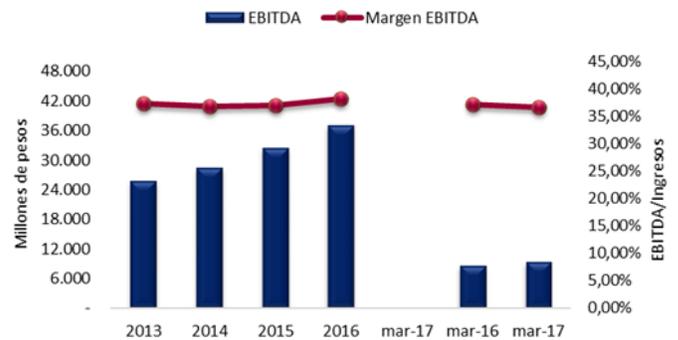


Gráfico 8: Evolución EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Al cierre del ejercicio 2016, el Capex¹¹ totalizó \$29.147 millones y \$6.094 millones a marzo 2017, manteniéndose estable respecto al primer trimestre 2016. Asimismo, el indicador de Capex/ingresos se mantuvo dentro de sus rangos exigidos en la restricción financiera del crédito sindicado, inferior al 30%. Lo anterior, ha permitido que los flujos de caja después de inversiones (EBITDA – Capex) se mantengan positivos.

De las últimas inversiones realizadas por Telsur, se destacan las nuevas oficinas de la compañía en Talca, alcance de cobertura de los servicios a Pucón, construcción de un edificio corporativo para la prestación de servicios de call center, cuya entrada en operaciones se estima para el primer trimestre de 2018.

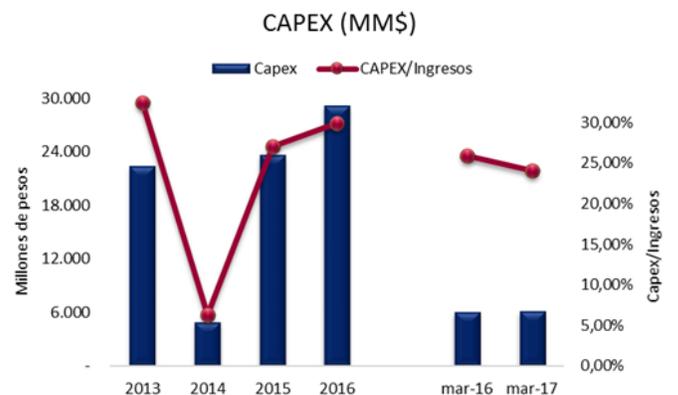


Gráfico 9: Evolución Capex de la compañía.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

La compañía no ha realizado emisiones de instrumentos de deuda recientemente, por lo que a marzo 2017 la deuda se redujo \$1.222 millones respecto a diciembre 2016, explicado principalmente por las amortizaciones del crédito sindicado que mantiene con bancos nacionales.

Respecto a su estructura de vencimientos, la deuda de la compañía se encuentra principalmente estructurada al largo plazo, por lo que, considerando el perfil de amortizaciones de capital, informado a través de estados financieros a marzo 2017, Telsur mantendría adecuada cobertura del servicio de sus obligaciones para los periodos 2017 y 2018,

sobre la base de un stock de deuda constante, vale decir, sin emisiones relevantes adicionales.

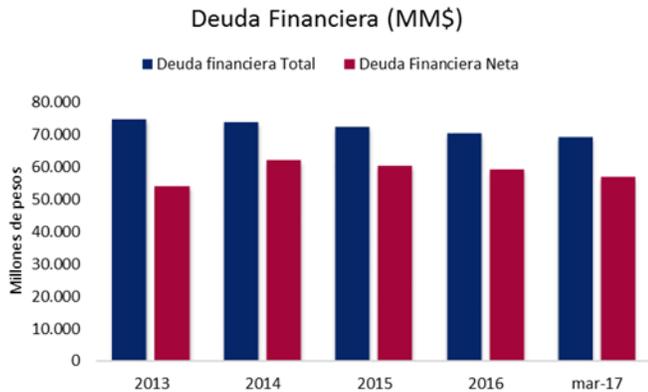


Gráfico 10: Evolución deuda financiera.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En términos de endeudamiento, la compañía mantiene indicadores estables y adecuados, registrando un endeudamiento total¹² de 1,54 veces al cierre de marzo de este año y de 1,04 veces de endeudamiento

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 los factores establecidos en la metodología general de clasificación de empresas (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Clasificación del riesgo del negocio;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros establecidos en la metodología general de clasificación de empresas (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del riesgo financiero.

Instrumentos Clasificados

1. Efectos de comercio

Con fecha 26 de junio de 2009, la sociedad inscribió la línea de efectos de comercio N° 069 por \$10.000 millones a 10 años plazo. A la fecha, no existe deuda vigente con cargo a esta línea.

Respecto a la clasificación de esta línea de efectos de comercio, existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia) salvo cuando existan situaciones excepcionales de exceso o falta de liquidez muy significativa (ver Criterio: Relación entre Clasificaciones de Corto y de Largo Plazo en www.icrchile.cl).

financiero¹³. En ambos casos, la amortización del crédito sindicado ha contribuido a mejorar los indicadores de endeudamiento.

El crecimiento del EBITDA, en conjunto con la disminución progresiva de su deuda financiera, han propiciado un escenario favorable para el indicador de deuda financiera neta / EBITDA¹⁴, que continúa su tendencia decreciente, alcanzando al cierre de marzo de 2017 un indicador de 1,51 veces. Dado lo anterior, la cobertura sobre gastos financieros netos¹⁵ se incrementó a 27,26 veces.

Indicador (N° de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Mar-17
Endeudamiento total	1,76	1,84	1,7	1,57	1,54
Endeudamiento financiero	1,29	1,31	1,22	1,08	1,04
Deuda financiera neta sobre EBITDA 12 meses	2,10	2,17	1,86	1,59	1,51
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses	12,73	12,63	19,30	25,67	27,26
Razón Circulante ¹⁶	2,83	1,55	1,50	1,32	1,28

Tabla 5: Principales indicadores utilizados en la clasificación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

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 aquellas compañías cuya liquidez se encuentra ajustada. Para el caso de Compañía Nacional de Teléfonos, Telefónica del Sur S.A. la evaluación del riesgo del negocio, esto es, ambiente competitivo, tecnología y redes, diversificación y regulación del sector indican que la clasificación del negocio de esta compañía se inclina hacia categoría AA-, con una situación financiera - por el momento - adecuada, sin embargo, de deteriorarse los indicadores, ICR podría tomar medidas a la baja en el rating asignado a la compañía.

La correlación entre la clasificación de corto y de largo plazo se debe a que los factores claves que definen el rating son casi idénticos. En primera instancia, riesgos tales como cambios gerenciales, posibles cambios regulatorios, posibles conflictos laborales futuros, renovación de licencias y desafíos relacionados a cambios tecnológicos, parecen ser factores de largo plazo que deberían tener poco que ver con la capacidad de la compañía para refinanciar sus obligaciones de efectos de comercio de corto plazo. Sin embargo, la aparición de riesgos de largo plazo puede tener un impacto de corto plazo en la habilidad de la compañía para pagar o refinanciar sus efectos de comercio.

Lo anterior significa que, considerando que la compañía mantiene una clasificación de solvencia de AA-, sus instrumentos de corto plazo califican en N1+, que 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.

2. Bonos

La compañía mantiene vigente las líneas de bonos N° 633 y 666 y el bono a monto fijo serie F, según el siguiente detalle:

SERIES VIGENTES			
Serie	F	K	L
Línea	monto fijo	633	666
Plazo línea	21 años	10 años	30 años
Plazo serie	12,5 años	21 años	21 años
Fecha inscripción	27-may-97	27-may-10	27-may-11
Monto inscrito	UF 500.000	UF 2.000.000	UF 2.000.000
Monto colocado	UF 500.000	UF 1.770.000	UF 440.000
Deuda vigente	UF 34.000.000	UF 1.770.000	UF 440.000
Vencimiento	01-feb-18	30-may-31	15-may-32
Tasa de emisión	4,5%	4,2%	4,0%

Tabla 6: Series de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS y LVA Índices)

Respecto a la clasificación de riesgo de estos bonos, la estructura de los contratos de emisión, 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.

En relación a los resguardos financieros asociados a las emisiones de bonos, al 31 de marzo de 2017, la compañía se encuentra en cumplimiento de estas restricciones.

Restricción	Bono	Restricción	Dic-16	Mar-17
Razón circulante (N° de veces)	Serie F	>=0,5 veces	1,32 veces	1,28 veces
Endeudamiento total (N° de veces)	Series F, K y L	<=2,02 veces	1,57 veces	1,54 veces
Patrimonio mínimo (MM\$)	Series K, L	>=\$42.905 millones	\$65.211 millones	\$66.555 millones

Tabla 7: Principales restricciones financieras.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros, marzo 2017)

Definición de Categorías

SOLVENCIA, LINEAS DE BONOS Y SERIES DE 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.

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

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.

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

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 rating
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

Anexo

INDICADORES (MILLONES DE PESOS)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Mar-16	Mar-17
Activos corrientes	59.873	31.472	32.418	32.647	32.712	33.633
Activos no corrientes	100.172	128.419	128.308	134.772	128.728	135.110
Activos totales	160.045	159.891	160.725	167.419	161.440	168.743
Efectivo y equivalentes	20.337	11.802	12.054	11.147	12.050	12.103
Pasivos corrientes	21.131	20.285	21.574	24.669	22.764	26.258
Pasivos no corrientes	80.983	83.275	79.608	77.538	78.079	75.930
Pasivos totales	102.113	103.560	101.182	102.208	100.844	102.188
Capital de trabajo	38.743	11.187	10.844	7.978	9.947	7.375
Deuda financiera corriente	4.200	4.114	4.186	4.228	4.564	4.657
Deuda financiera no corriente	70.291	69.695	68.266	66.066	66.772	64.414
Deuda financiera total	74.491	73.810	72.452	70.294	71.337	69.072
Deuda financiera neta	54.153	62.007	60.398	59.147	59.287	56.969
Patrimonio	57.932	56.331	59.544	65.211	60.596	66.555
Ingresos de explotación	69.256	77.466	87.451	97.271	23.325	25.334
Resultado operacional	3.329	5.364	8.515	12.559	2.603	3.073
Ingresos financieros	1.689	1.160	1.549	1.772	437	436
Gastos financieros	3.719	3.417	3.228	3.220	832	769
Gastos financieros netos	2.031	2.258	1.679	1.448	395	333
Utilidad del ejercicio	429	1.375	4.591	8.105	1.503	1.919
Razón corriente (N° de veces)	2,83	1,55	1,50	1,32	1,44	1,28
Razón ácida (N° de veces)	2,69	1,31	1,23	1,13	1,19	1,11
Endeudamiento total (N° de veces)	1,76	1,84	1,70	1,57	1,66	1,54
Endeudamiento financiero (N° de veces)	1,29	1,31	1,22	1,08	1,18	1,04
EBITDA	25.843	28.524	32.393	37.163	8.665	9.283
Margen EBITDA (%)	37,32%	36,82%	37,04%	38,21%	37,15%	36,64%
EBITDA 12 meses	25.843	28.524	32.393	37.163	33.812	37.780
Cobertura gastos financieros netos (N° de veces)	12,73	12,63	19,3	25,67	20,6572389	27,25671201
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	2,88	2,59	2,24	1,89	2,11	1,83
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	2,1	2,17	1,86	1,59	1,75	1,51
Capex	17.932	22.439	23.613	22.646	6.053	6.094
Capex/Ingresos (%)	25,89%	28,97%	27,00%	29,96%	25,95%	24,05%

¹ Fuente: Análisis razonado, marzo 2017.

² Fuente: Memoria corporativa, 2016.

³ Segmento de telecomunicaciones móviles, información publicada por Subtel a marzo de 2017.

⁴ Fuente: Memoria corporativa diciembre 2016.

⁵ Fuente: Memoria corporativa diciembre 2016.

⁶ Fuente: Memoria corporativa 2016, página 20.

⁷ Fuente: Memoria corporativa diciembre 2016.

⁸ Fuente: Memoria corporativa diciembre 2016, página 22.

⁹ Información publicada por Subtel.

¹⁰ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración y ventas + depreciación y amortización.

¹¹ Capex = Compras de propiedades, plantas y equipos + Compras de intangibles, ambas partidas del estado de flujo de efectivo.

¹² Endeudamiento total = Pasivo total/Patrimonio.

¹³ Endeudamiento financiero = (Pasivos financieros corrientes + Pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio.

¹⁴ Endeudamiento financiero neto = (Pasivos financieros corrientes + Pasivos financieros no corrientes - efectivo y equivalentes) / Patrimonio.

¹⁵ EBITDA / Gastos financieros netos = EBITDA / (Gastos financieros – ingresos financieros).

¹⁶ Razón circulante = Activo circulante / 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 Superintendencia de Valores y Seguros, 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.