

Colbún S.A.

Junio 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos	AA-	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Efectos de Comercio	Nivel 1 / AA-	Analista	Andrés Silva P.
Tendencia	En Observación	Teléfono	56-2-433 5200
		Fax	56-2-433 5201
Clasificación Anterior ¹	A+	Correo Electrónico	ratings@humphreys.cl
		Sitio Web	www.humphreys.cl
EEFF base	31 de marzo de 2009	Tipo de Reseña	Reseña Anual

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bono Serie C	Nº 234 de 13.10.2000
Línea de bonos a 30 años	Nº 499 de 10.04.2007
Serie F	Primera Emisión
Línea de bonos a 10 años	Nº 500 de 10.04.2007
Serie E	Primera Emisión
Línea de bonos a 10 años	Nº 537 de 13.06.2008
Serie G	Primera Emisión
Serie H	Primera Emisión
Línea de bonos a 30 años	Nº 538 de 13.06.2008
Serie I	Primera Emisión
Línea de Efectos de Comercio	Nº 30 de 10.07.2008
Línea de bonos a 10 años	En Proceso de Inscripción
Línea de bonos a 30 años	En Proceso de Inscripción

Estado de Resultados Consolidado *					
M\$ a Dic-2008	Dic-2004	Dic-2005	Dic-2006	Dic-2007	Dic-2008
Ingreso Operacional	267.551.368	315.668.150	467.078.411	659.035.369	723.787.720
Costo Explotación	-170.531.898	-210.867.106	-247.511.511	-706.328.584	-643.605.859
Gasto Admin. y Venta	-7.268.646	-9.416.907	-9.167.365	-10.089.060	-12.657.976
Resultado Operacional	89.750.824	95.384.138	210.399.535	-57.382.275	67.523.885
Resultado No Operacional	13.012.305	15.020.180	-18.164.892	9.327.592	-24.058.260
Utilidad Neta	95.524.685	98.655.170	171.253.662	-50.923.963	28.831.435

¹ Clasificación vigente hasta enero de 2007

Balance General Consolidado *					
M \$ a Dic-2008	Dic-2004	Dic-2005	Dic-2006	Dic-2007	Dic-2008
Activo Circulante	103.049.202	188.741.059	319.313.018	367.894.176	663.191.512
Activo Fijo	1.136.501.045	1.641.415.483	1.637.892.199	1.674.354.828	1.724.440.850
Otros Activos	38.364.297	49.070.314	65.244.430	82.656.185	175.943.447
Total Activos	1.277.914.544	1.879.226.856	2.022.449.646	2.124.905.189	2.563.575.809
Pasivo Circulante	135.760.219	178.410.985	118.094.088	173.664.955	137.795.666
Pasivo Largo Plazo	280.244.765	367.220.462	434.776.984	558.645.577	805.691.651
Interés Minoritario	0	6.248.800	7.205.956	6.983.850	6.464.447
Patrimonio	861.909.560	1.327.346.610	1.462.372.617	1.385.610.807	1.613.624.045
Total Pasivos	1.277.914.544	1.879.226.856	2.022.449.646	2.124.905.189	2.563.575.809

* No se consideran reclasificaciones de cuentas

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Colbun S.A. es una empresa del sector eléctrico -principalmente generación-, que opera en el Sistema Interconectado Central. Su capacidad de producción asciende a 2.615 MW operando tanto con plantas hidroeléctricas como térmicas.

La clasificación de los títulos de deuda de la sociedad en "**Categoría AA-**" se fundamenta principalmente en el hecho que la compañía posee una sólida posición competitiva dentro del SIC, con una participación de mercado en términos de capacidad instalada en torno al 25%, lo que la ubica como el segundo actor en importancia a nivel nacional. Lo anterior se encuentra favorecido además por el adecuado *mix* de plantas generadoras con que cuenta Colbún, las cuales se dividen en Hidroeléctricas y Termoeléctricas con capacidades similares (52% y 48% a marzo de 2009, respectivamente). Es importante destacar que dos de las centrales poseen la flexibilidad de generar tanto a través de gas natural como con *diesel* (ciclo combinado).

Humphreys en la clasificación de la compañía considera, además, la alta viabilidad de largo plazo que posee su negocio al participar dentro de una industria en que la demanda es creciente y relativamente inelástica en épocas de crisis, con un crecimiento en torno al 5% durante los últimos diez años (el PIB en promedio solo un 3% para el mismo periodo), a excepción de la situación puntual del año 2008 donde se evidenció una menor demanda pese al crecimiento del país (para los años 2009 y 2010 también se pronostica una situación más ajustada de

crecimiento). También se debe agregar que el consumo *per cápita* está debajo del que presentan los países con mayor desarrollo, lo cual es un indicativo del potencial de crecimiento.

La clasificación de los títulos de oferta pública, además considera el perfil de deuda de la compañía. Si bien los pasivos financieros han ido en aumento durante los últimos periodos, mantienen un nivel de pagos anuales reducidos para el 2009 y el 2010, lo que entrega mayor holgura financiera para enfrentar el periodo de inversión, reduciendo considerablemente la probabilidad de *default*, incluso en situaciones de alto *stress* como la vivida por Colbún en los años 2007 y 2008.

Lo anterior es complementado con la existencia de un grupo controlador de alta solvencia (Matte), el cual ha demostrado apoyo al negocio, a través de la inyección de nuevos recursos en un escenario que entendieron como transitorio (situación vivida en el 2007-2008). Asimismo ha incorporado criterios comerciales y financieros más conservadores que disminuyen el riesgo del negocio a través de lineamientos que apuntan a la minimización de la variabilidad de flujos de la compañía.

Dentro de los factores que restringen la clasificación de riesgo, está la exposición de la compañía a mayores costos de producción debido a la falta de abastecimiento de gas natural por parte de Argentina, lo que se ha visto atenuado por la disminución del precio del petróleo, que impacta directamente el costo de generar energía con las plantas de *diesel*. Además la compañía enfrenta el riesgo de posibles años en que se presenten bajas precipitaciones, lo que merma su capacidad de generación hidrológica (asociada a un menor costo de producción). Lo anterior es relevante dado que el costo de producir energía a través de *diesel* es mayor que hacerlo con gas natural.

Por otra parte, uno de los riesgos fundamentales que enfrenta actualmente la compañía es su posición compradora dentro del mercado energético, dado que los embalses presentaron en el último periodo baja cantidad de deshielos, lo que limita la generación a través de centrales hidroeléctricas como consecuencia de las bajas cotas que alcanzan sus embalses. Lo anterior hace que la compañía deba salir al mercado a comprar energía a un costo marginal elevado, superando incluso el precio de venta estipulado en sus contratos con clientes libres, situación que en periodos anteriores generó resultados operacionales negativos.

Adicionalmente, la compañía se enfrenta al riesgo inherente de pertenecer a una industria en la que sus precios de venta se encuentran regulados, junto con enfrentar exigencias medioambientales. Además de lo anterior, dentro del mercado eléctrico chileno existe una alta

competencia, con posibilidades de intensificarse en un futuro, lo que conlleva riesgos asociados a la mayor presión sobre los márgenes.

La perspectiva de la clasificación se califica "*En Observación*", por cuanto se hace necesario observar el desarrollo del flujo de caja de la compañía en el periodo donde aun persisten contratos deficitarios para la misma.

Si bien las perspectivas de la compañía podrían verse afectada en los próximos 18 meses como consecuencia de la falta de suministro de gas natural, sobre todo si se presentan años secos, en opinión de **Humphreys** la viabilidad de largo plazo de la empresa no está en cuestionamiento. A ello se debe sumar que la empresa presenta un expedito acceso a las fuentes de financiamiento, incluso en ambiente de alta incertidumbre económica. Asimismo es importante destacar las iniciativas de la compañía en cuanto a atenuar el riesgo, entre las cuales se encuentra la cobertura a través de derivados, y contratos de seguros frente a escenarios puntualmente negativos (precio del petróleo alto sumado a un año hidrológico seco)

En el mediano plazo la clasificación de riesgo de los títulos podría verse mejorada en la medida que se reduzca en forma importante el endeudamiento relativo de la compañía, en relación con su capacidad de flujo de caja.

Para la mantención de la clasificación en el futuro se hace necesario que la empresa siga adecuando sus compromisos de ventas y su estructura de precios a la capacidad de generación de sus plantas y al costo de producción de las mismas. Asimismo, se espera que los planes de inversión del emisor no conlleven a un aumento significativo en los niveles de deuda relativa.

Definición Categoría de Riesgo

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.

Signo (-): Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y Fortalezas

Sólida Posición Competitiva: Con 25% de la capacidad instalada del Sistema Interconectado Central (SIC), Colbún se consolida como la segunda generadora más importante de su mercado relevante. Asimismo, el plan de inversiones (US\$ 1.645 millones, que corresponden a proyectos por 809 MW) de la empresa permite presumir que ésta, al menos en el mediano plazo, mantendrá su importancia dentro del SIC.

Infraestructura Adecuada: Combina centrales hidroeléctricas (48%) y termoeléctricas (52%) -gas natural y diesel -. Asimismo existen proyectos para seguir ampliando la infraestructura y seguir agregar plantas a carbón, que compensarían la actual inestabilidad de las centrales a gas natural. Muestra de lo anterior es la puesta en marcha en abril de 2009 de la planta Los Pinos (planta a diesel de 100 Mw). Todo esto le permite contar con un mayor grado de seguridad en el abastecimiento. Actualmente **Colbún** cuenta con una capacidad instalada de generación de 2.615 MW, y se encuentra en proceso de construcción la central a carbón Santa María I, la cual inyectará 350 MW de capacidad instalada adicionales a la matriz de la compañía, y entraría en operaciones finalizado el año 2010.

Calidad en la Propiedad: La empresa está controlada por el grupo Matte. Este grupo económico de larga trayectoria es financieramente uno de los más sólidos del país (entre sus empresas se encuentran: CMPC, Minera Valparaíso y el Banco Bice). Lo anterior favorece el acceso a financiamiento de la compañía.

Fortaleza de la Demanda: Dado el carácter de imprescindible de la energía, su consumo es relativamente inelástico en las épocas de crisis. Por otra parte, en períodos de crecimiento económico la demanda se incrementa a tasas superiores a las observadas para el producto interno bruto. Asimismo, el consumo *per cápita* en Chile en relación a su Producto Interno Bruto (PIB), se encuentra por debajo de países con PIB similares, lo que representa un importante potencial de crecimiento.

Perfil de la Deuda: La compañía ha reestructurado el vencimiento de sus obligaciones financieras de manera que los principales desembolsos ocurran con posterioridad al año 2010, donde ya existirá mayor consistencia entre las obligaciones energéticas de la compañía y su capacidad de generación. En la práctica, hasta antes del 2010 los vencimientos financieros no superan los US\$ 11 millones de dólares.

Factores de Riesgo

Inestabilidad del Suministro de Gas Natural: Las restricciones de abastecimiento de gas natural provenientes desde Argentina, sumado al alto costo de operar las plantas con *diesel*, ha incrementado la dependencia de **Colbún** a la producción de sus centrales hidroeléctricas y a las compras en el mercado *spot* para cumplir con sus contratos de venta de energía. Este escenario es especialmente negativo en situaciones de baja disponibilidad hidrológica, dado el mayor costo de generar energía a través de *diesel*.

Condiciones de los Contratos de Venta de Energía: Aun persisten contratos a largo plazo que fueron suscritos con anterioridad a las crisis de suministro de gas natural, por lo tanto sus niveles de precio no responden a la actual situación del mercado. Con todo se reconoce un proceso de regularización de los precios de ventas a las actuales condiciones del mercado. La situación anterior, se prolonga hasta el año 2010, donde se vencen la gran mayoría de los contratos estipulados con un precio desfavorable para la compañía. No obstante lo anterior, la situación actual de menor precio del petróleo, permite que la compañía haya minimizado las pérdidas registradas durante los primeros nueve meses del año 2008 (también influirá el nivel de precipitaciones del período).

Riesgos Regulatorios: Como toda empresa regulada, el emisor está expuesto a cambios en las normativas legales que afectan al sector. Dentro de las principales variables reguladas que incrementan el riesgo se tiene la fijación de los precios nudos (venta a distribuidoras), el cálculo de los peajes de transmisión y las multas que pueden aplicar los organismos fiscalizadores. Con todo se reconoce que tanto la ley como las autoridades del sector tienden a la aplicación de criterios técnicos para el normal funcionamiento de la industria.

Riesgos en Regulación Medioambiental: La tendencia mundial ha conllevado a criterios cada vez más estrictos en materias medioambientales. En particular la inversión tanto de plantas hidroeléctricas como térmicas, sin perjuicios de sus beneficios sociales, tiende a ser cuestionada por diversos sectores por sus repercusiones en el medio ambiente. Esta situación podría incrementar los riesgos de sobre plazo y sobre costos asociados a los nuevos proyectos. Una situación que representa lo anterior, es la controversia generada por el proyecto HidroAysen, el cual puede llevar a las autoridades a decidir sobre el mismo en base a criterios políticos por sobre los técnicos.

Nivel de Competencia de la Industria: El sector de generación eléctrica se ha caracterizado por presentar elevados niveles de competencia los cuales podrían incrementarse de concretarse el ingreso de nuevos operadores al mercado (SN Power, Pacific Hydro, MDU y British Gas, entre otras).

Hechos Recientes²

El año 2008, la empresa generó ingresos de explotación por \$ 723.789 millones (alrededor de US\$ 1.140 millones), lo que representó un aumento real de 9,8% con respecto al año anterior. A marzo de 2009 la compañía presenta ingresos por US\$ 309 millones, una variación del -22% con respecto al mismo trimestre del periodo anterior, asociada a menor venta a clientes libres, lo que a su vez significó disminuir los costos marginales.

A diciembre de 2008, el costo de explotación de la compañía ascendió a \$ 643.606 millones, lo que significa una disminución real de 9% en relación con el año 2007 y representaron el 89% de los ingresos del ejercicio implicando una mejora en el margen del negocio (la relación fue de 107% en 2007). A marzo de 2009, el costo de explotación es de US\$ 249 millones, que se comparan positivamente con lo observado el primer trimestre del 2008, donde los costos alcanzaron los US\$ 431 millones, diferencia explicada por el menor precio del petróleo, las menores compras en el *spot*, y una mayor producción hidroeléctrica.

A diciembre de 2008, los gastos de administración y ventas de la compañía alcanzaron a \$ 12.658 millones, registrando un aumento de 25%. En términos relativos, los gastos de administración y ventas ascendieron al 1,7% de los ingresos de explotación (1,5% el 2007). A marzo de 2009, los gastos por este concepto han aumentado un 32% pasando de US\$ 5 millones a US\$ 7 millones.

Producto de lo anterior, durante el año 2008, el resultado operacional ascendió a \$ 67.524 millones (alrededor de US\$ 106 millones), lo que se compara favorablemente en relación al obtenido por la compañía durante el año anterior, cuando se obtuvo un resultado operacional negativo de \$ 57.382 millones. A marzo de 2009 el resultado operacional de la compañía es de US\$ 24 millones

²² En esta sección se comparan las cifras a diciembre de 2008 en relación al año 2007 en términos reales en moneda de diciembre de 2008. Además dada la nueva norma contable aplicada por la compañía (IFRS), se presentan las cifras comparadas a marzo de 2009 en dólares.

Durante el 2008, el resultado fuera de explotación alcanzó una pérdida de \$ 24.058 millones, básicamente, por los gastos financieros y la diferencia de cambio; en 2007 el resultado fue de \$ 23.167.

Durante el 2008, el resultado del ejercicio correspondió a una utilidad de \$ 28.831 millones, lo que se compara positivamente con el año 2007, donde la compañía generó una pérdida de \$ 50.924. Lo anterior se explica fundamentalmente por la disminución de los costos asociados al menor precio del petróleo, así como el término de algunos contratos desfavorables con clientes libres, lo que permitió mejorar la relación de ingreso/costos. Asimismo a marzo de 2009, la compañía alcanza una utilidad de US\$ 35 millones,

Antecedentes Generales

Descripción del Negocio

La creación de la Empresa Eléctrica Colbún Machicura S.A. tuvo su origen en la división de la Empresa Nacional de Electricidad S.A., Endesa, formándose una nueva sociedad anónima que se constituyó bajo la razón social de Empresa Eléctrica Colbún Machicura S.A.

En 1997 la Corporación de Fomento de la Producción (Corfo) vendió el 37,5% de su participación; de esta forma, a partir del 31 de marzo de 1997, Colbún S.A. dejó de ser una empresa filial de Corfo.

Con fecha 19 de Octubre de 2005, Colbún S.A. se fusiona con Hidroeléctrica Cenelca S.A. controlada por Minera Valparaíso S.A., de propiedad del Grupo Matte, incorporando los activos hídricos y térmicos pertenecientes a Cenelca S.A. y el conjunto de centrales de generación hidráulica de propiedad de Hidroeléctrica Guardia Vieja S.A., ambas de propiedad de Hidroeléctrica Cenelca S.A. Con esta operación el Grupo Matte se convierte en el controlador de la compañía.

En el año 2006, la compañía llegó a un acuerdo con Endesa S.A. para el desarrollo, construcción y operación del llamado Proyecto Aysén, consistente en centrales hidroeléctricas en los ríos Pascua y Baker. La capacidad instalada total será de unos 2.750 MW, de los cuales Colbún dispondrá de unos 1.300 MW (el emisor participaría con el 49% de la propiedad, por tanto no consolidaría a la nueva empresa).

La compañía es la segunda generadora más importante dentro del Sistema Interconectado Central (SIC), con una participación del 25% en términos de capacidad instalada.

Propiedad

La propiedad al 31 de marzo de 2009 se distribuye de la siguiente manera:

Nombre De Accionistas	N° De Acciones Pagadas	Participación
Minera Valparaíso S.A.	6.166.879.733	35,2%
Forestal Cominco S.A.	2.454.688.263	14,0%
Antarchile S.A.	1.680.445.653	9,6%
Larraín Vial S.A. Corredora De Bolsa	570.015.104	3,3%
Celfin Capital S.A. Corredores De Bolsa	321.197.416	1,8%
Fondo de Pensiones Provida C	303.166.473	1,7%
Banco de Chile Por Cuenta de Terceros	300.847.944	1,7%
Fondo de Pensiones Provida A	222.168.357	1,3%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	210.608.415	1,2%
Fondo de Pensiones Habitat C	210.114.978	1,2%
Cia. de Seg Vida Consorcio Nacional de Seguros S.A.	208.108.373	1,2%
Fondo de Pensiones Capital C	205.727.550	1,2%
Otros Accionistas	4.679.955.077	26,7%
Total	17.534.488.863	100,0%

Colbún es controlada por el grupo Matte que posee directamente e indirectamente el 49,2% de la compañía, eligiendo la mayoría de los directores. En mayo de 2006 ingresa a la propiedad el grupo Angelini, a través de la compra del 9,6% de las acciones de Colbún a través de Antarchile S.A.

Antecedentes de la Industria

El sector eléctrico chileno esta claramente diferenciado en tres sub-sectores:

1. Generación

Se organiza en torno a 4 grandes redes:

- Sistema Interconectado del Norte Grande (SING): abarca la Primera y la Segunda región. Consta de 6 empresas. La generación es en casi 100% termoeléctrica, la capacidad instalada alcanza 3.602 Mw.

- Sistema Interconectado Central (SIC): desde Taltal hasta la Décima Región. Operan 20 empresas. La generación es 52% hidroeléctrica y 38% termoeléctrica. En este sistema opera Colbún S.A. La capacidad instalada del SIC es 9.386 Mw.
- Sistema de Aysén: Una sola empresa (EDELAYSEN S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es 55% termoeléctrica, 41% hidroeléctrica y 3,9% eólica.
- Sistema de Magallanes: Una sola empresa (EDELMAG S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es 100% termoeléctrica.

2. Transmisión

Este sector está conformado por las empresas que transportan la energía producida por las compañías generadoras, a través de sistemas de transmisión construidos previa concesión respectiva, hasta las empresas distribuidoras a las cuales suministra. Por medio de las líneas de transmisión se puede transportar la energía de cualquier generadora que lo solicite, pagando el "peaje" correspondiente.

3. Distribución

Las compañías distribuidoras compran electricidad a las generadoras al denominado "precio de nudo", el cual es determinado por la autoridad, con el fin de venderla a los consumidores de su área de concesión.

Los precios regulados corresponden a la suma del precio nudo más el valor agregado de distribución (VAD).

Clientes

En el mercado relevante para las generadoras existen tres clases de clientes

Clientes regulados

Generalmente son las compañías distribuidoras. Para los clientes regulados, el precio es fijado semestralmente mediante decreto del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción (precios de nudo). En el mes de Mayo de 2005, la llamada "Ley Corta 2" modificó el techo superior de la banda con respecto del precio promedio de los contratos libres, dentro de la cual se debe fijar el precio nudo. Se aumentó de 5% a 30% la diferencia máxima permitida entre los precios de nudo y el precio promedio libre. Esto originó un aumento del precio nudo a partir de

Mayo de 2005. Los clientes distribuidores (regulados) representan aproximadamente el 44,6%³ de las ventas de Colbún a marzo de 2009.

Clientes libres

Los clientes libres son aquellos con consumos superiores a 2 MW y que convienen libremente sus precios con sus proveedores.

La ley N° 19.940, publicada el 13 de marzo de 2004, con el objetivo de ampliar el mercado de los clientes libres, facultó a los usuarios de potencia conectada superior a 500 KW a optar por un régimen de tarifa regulada o por precios libres, por un período mínimo de cuatro años de permanencia en cada régimen. Esta opción podrá ser ejercida a partir de dos años después de la fecha de publicación de esta ley. Los clientes industriales de precio no regulado con contratos de largo plazo representan en torno del 30% de las ventas de Colbún a marzo de 2009.

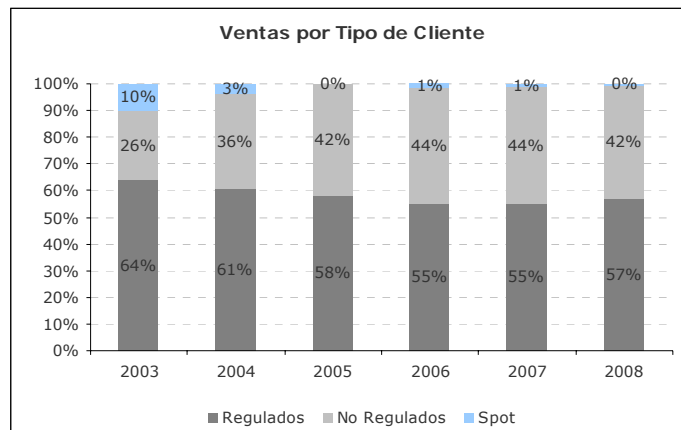
Distribuidoras sin Contrato

La regulación chilena estipula que aquellas empresas distribuidoras que no cuenten con contrato de suministro energético, deben recibir la energía por parte de las generadoras a costo marginal. A marzo de 2009, este negocio representa el 26% de las ventas de Colbun.

Clientes del Mercado Spot

El mercado Spot es el mercado de transferencia de energía entre las generadoras del sistema (Endesa, Colbún, Aes Gener, etc). Esta destinado a suplir los déficit de producción. Cuando las generadoras tienen excedentes este es vendido a través del Centro de Despacho económico de carga (CDEC-SIC).El precio depende de los costos marginales, los cuales dependen mucho de la condición hidrológica del momento. A continuación se presenta como ha sido la evolución del *mix* de negocio de la compañía en términos porcentuales por tipo de cliente:

³ Ventas totales no consideran U\$ 9,8 millones en reliquidaciones recibidas a marzo de 2009.



Activos Operacionales

Colbún tiene entre sus principales activos 21 centrales de generación y 824 kms. de líneas de transmisión. La capacidad total de las centrales es de 2.615 MW. Las centrales de la compañía se dividen en 13 hidroeléctricas y 8 termoeléctricas, asociadas al 48% y 52% de la capacidad instalada total de Colbún respectivamente.

Centrales de generación hidroeléctrica

Nombre	Tipo	Potencia Máx (MW)	% sobre Hidroeléctrica	% sobre Total
Colbún	Embalse	474	37,4%	18,1%
Canutillar	Embalse	172	13,6%	6,6%
Machicura	Embalse	95	7,5%	3,6%
Rucúe	Pasada	178	14,0%	6,8%
Complejo Aconcagua	Pasada	213	16,8%	8,1%
Quillenco	Pasada	71	5,6%	2,7%
San Ignacio	Pasada	37	2,9%	1,4%
Chiburgo	Pasada	19	1,5%	0,7%
Carena	Pasada	9	0,7%	0,3%
Total		1.268	100,0%	48,5%

Centrales de generación termoeléctrica

Nombre	Combustible	Potencia Max (MW)	% sobre Hidroeléctricas	% sobre Total
Nehuenco I	Gas Natural / Diesel	368	27,3%	14,1%
Nehuenco II	Gas Natural / Diesel	398	29,5%	15,2%
Nehuenco III	Diesel	108	8,0%	4,1%
Candelaria I	Diesel	133	9,9%	5,1%

Candelaria II	Diesel	137	10,2%	5,2%
Antilhue I	Diesel	51	3,8%	2,0%
Antilhue II	Diesel	52	3,9%	2,0%
Los Pinos	Diesel	100	7,4%	3,8%
Total		1347	100,0%	51,5%

Las centrales de generación térmica suman una capacidad de 1.247 MW de potencia. Dentro de éstas destaca el Complejo Termoeléctrico Nehuenco ubicado en la zona de Quillota (V región). Cabe destacar que algunas centrales tienen la capacidad de operar tanto con gas natural como con *diesel*. Debido a las restricciones de gas argentino, dentro de las políticas comerciales de **Colbún** está minimizar los costos de generación a través de maximizar las compras de gas y operar con *diesel* cuando sea necesario (dada la actual estructura de costos). Asimismo, se modificó la planta de Nehuenco II para que pueda operar tanto con gas natural como *diesel*.

Cabe destacar que cuando un ciclo combinado opera con *diesel*, en vez de gas natural, el costo de producción de la energía aumenta (basado en información a la fecha). Además, los ciclos combinados operando con *diesel* pierden capacidad de producción, lo que puede alcanzar hasta un 20% de de la energía generada.

Adicionalmente, **Colbún** participa a través de Electrogas S.A en la propiedad de un gasoducto de 130 Km. entre el terminal de San Bernardo y Quillota, mediante el cual se abastece de gas natural tanto a las centrales del Complejo Termoeléctrico Nehuenco y a la central San Isidro de Endesa como a las distribuidoras de gas de la Región V. Cabe destacar que la compañía tiene contratos de transporte de gas natural de largo plazo con Electrogas. Colbún S.A. es dueña del 42,5% de las acciones de Inversiones Electrogas, la que a su vez es dueña del 99,95% de las acciones de Electrogas S.A.

Líneas de transmisión

Colbún S.A. cuenta con 729 Km de líneas de transmisión, las que tienen por objeto inyectar la energía producida por sus centrales generadoras y, en algunos casos, abastecer a clientes. Del total anterior, 192 Km de líneas de transmisión fueron incorporados a raíz de la fusión con Hidroeléctrica Cenelca S.A., las que se encuentran ubicadas en la V región, entre la localidad de Saladillo y la ciudad de la Calera.

Producción

La producción del año 2008 fue (en GWh):

Trimestre	Hidroeléctrica	Térmica Gas	Térmica Diesel	Compras CDEC	TOTAL
Ene – Mar	1.091	64	1.392	457	3.005
Abr – Jun	1.654	47	1.034	168	2.904
Jul – Sep	2.163	2	349	480	2.995
Oct – Dic	1.914	209	686	235	3.044
TOTAL	6.822	323	3.461	1.340	11.948

La producción del año 2007 fue (en GWh):

Trimestre	Hidráulica	Térmica Gas	Térmica Diesel	Compras CDEC	TOTAL
Ene – Mar	1.878	560	201	684	3.325
Abr – Jun	1.598	336	1.203	298	3.435
Jul – Sep	1.283	54	1.504	458	3.299
Oct – Dic	1.525	57	1.309	471	3.361
TOTAL	6.283	1.009	4.216	1.911	13.418

La producción del año 2006 fue (en GWh):

Trimestre	Hidráulica	Térmica Gas	Térmica Diesel	Compras CDEC	TOTAL
Ene – Mar	1.683	1.022	10	507	3.222
Abr – Jun	1.882	716	116	481	3.195
Jul – Sep	2.027	513	5	630	3.175
Oct – Dic	2.081	725	19	483	3.308
TOTAL	7.673	2.976	150	2.101	12.900

En el cuadro comparativo se observa claramente como afectó la producción los cortes de gas natural por parte de Argentina, por lo que se traspasó la producción de manera importante hacia el *diesel* con el consecuente mayor costo que genera dicha operación, especialmente en el año 2007. Además se observa una menor producción agregada de la compañía, producto de políticas comerciales que apuntan a la no renovación de los contratos deficitarios vigentes.

Plan de Inversiones

Colbún tiene una cartera de proyectos de generación de electricidad que se construirán durante los próximos años. En primer lugar cabe mencionar la actual construcción del proyecto Santa Maria (Ex-Coronel) en la VIII Región. Este proyecto consiste en la puesta en servicio de una unidad de generación con una capacidad de MW 350, la cual funcionará a carbón. Además existen dos proyectos hidroeléctricos, la central hidroeléctrica San Pedro de MW 144 de capacidad, el cual se encuentra con aprobación ambiental, y la central hidroeléctrica Angostura de que inyectará en torno a MW 309 a la matriz productiva de la compañía, proyecto que se encuentra en etapa de aprobación por la autoridad.

Finalmente la compañía también se encuentra en proceso de diseño de un proyecto de ERNC, que corresponde a una central del tipo Mini Hidro, con una capacidad de MW 6, la cual se estima entre en operación durante el año 2010

Los proyectos anteriormente mencionados representan un plan de inversiones en torno a los US\$ 1.645 millones.

Adicionalmente hay que considerar la participación que Colbún tiene junto a Endesa en una serie de centrales hidráulicas en la región de Aysén. Se espera que estos proyectos en conjunto totalicen una capacidad de 2.750 MW, capacidad que una vez en operación será comercializada en forma independiente por ambas compañías. Se estima que la puesta en servicio de estos proyectos será en forma secuencial entre los años 2014 y 2019. Este desarrollo aportará a Colbún una importante y estable capacidad de generación hidráulica de alrededor de 1.300 MW.

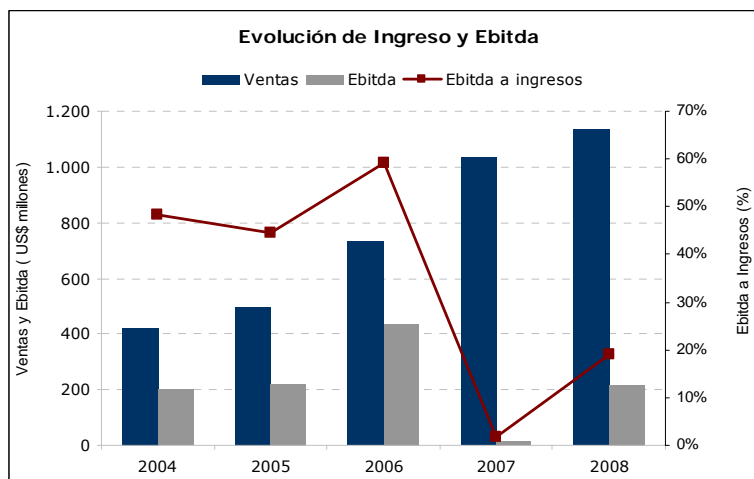
En el año 2006 Colbún suscribió su parte en el aumento de capital de la sociedad Centrales Hidráulicas de Aysén S.A., aumento de capital que tuvo por objeto dotar a esta sociedad de los recursos necesarios para financiar los estudios preliminares requeridos por el proyecto.

Análisis Financieros

Dado que la compañía cambió las normas contables con las cuales presenta sus Estados Financieros, utilizando actualmente IFRS, el análisis financiero histórico (5 años) se realizará a diciembre de 2008, mientras que las cifras a marzo de 2009 serán contrastadas solamente con el periodo anterior.

Evolución Ingresos

La compañía ha presentado consistentemente una evolución creciente de sus ingresos, asociados al aumento en la demanda (en línea con el crecimiento del país) junto con una mayor capacidad de generación. Sin embargo la tasa de crecimiento ha sido menor a diciembre de 2008 (CAGR⁴ de 28% para los últimos 4 años, y 10% para el periodo 2007-2008). Por su parte el *Ebitda* de la compañía presentó un deterioro significativo en los años 2007 y primera parte del 2008, situación ligada fundamentalmente a malas condiciones hidrológicas, restricciones de gas natural (insumo de plantas termoeléctricas) y al elevado precio del petróleo durante el periodo. A marzo de 2009, la compañía se encuentra en un mejor escenario en términos de estructura de costos dado el menor precio mundial del petróleo y la mayor generación hídrica. En la práctica los ingresos a marzo de 2009 alcanzan los US\$ 309 millones (US\$ 394 a marzo de 2008) y Ebitda de US\$ 54 millones (-US\$ 41 millones a marzo de 2008).

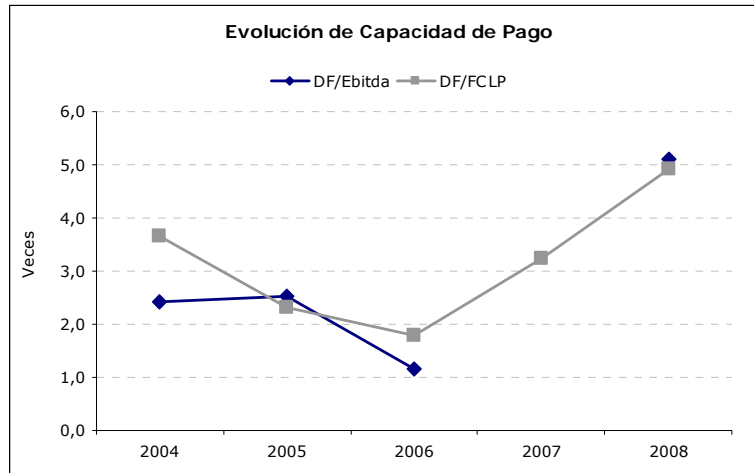


Endeudamiento

El endeudamiento relativo de Colbún – medido como la relación entre su pasivo financiero y el Ebitda de la sociedad – había estado disminuyendo hasta el año 2006, tanto por la mayor generación de caja de la compañía como por la disminución de la deuda. Sin embargo, debido a que el año 2007 la compañía tuvo un resultado operacional negativo, explicado anteriormente, el índice presenta un menor comportamiento. Asimismo la deuda financiera de la compañía aumentó en 120% entre diciembre de 2006 y 2008 y a marzo de 2009 las obligaciones corresponden a US\$ 1.102 millones. Dada la perspectiva de largo plazo que poseen las

⁴ Siglas en inglés para Tasa Compuesta de Crecimiento Anual

clasificaciones otorgadas por *Humphreys*, la clasificadora evalúa el endeudamiento de la compañía en base a su capacidad de generación de caja en el largo plazo (FCLP), la cual se obtiene en base a la rentabilidad de los activos operacionales de los últimos 5 años. En el gráfico se muestra el contraste entre el periodo de pago de la deuda financiera (DF/Ebitda)⁵ y el indicador utilizado por Humphreys (DF/FCLP):



Liquidez

En general la empresa, en el pasado, ha mantenido buenos indicadores de liquidez. Según los últimos balances disponibles, todos los indicadores de liquidez monitoreados por *Humphreys* han presentado un desarrollo positivo, producto de la estrategia de la compañía de mantener mayor caja como respuesta a la situación de crisis económica financiera que se presentó durante al año 2008. En el gráfico siguiente se muestra la evolución de los indicadores⁶ de liquidez de la empresa para los últimos años.

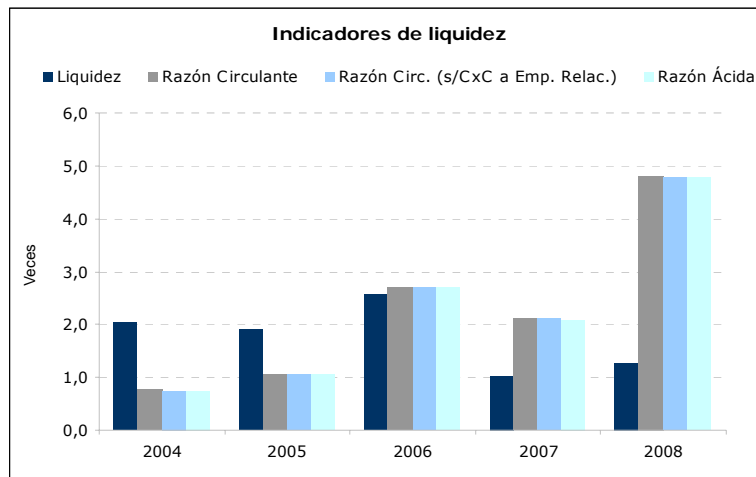
⁵ En el gráfico, se eliminó el ratio de DF/Ebitda del año 2007 para mantener una escala comparativa. El ratio en ese año alcanzó las 45 veces dado el bajo Ebitda alcanzado.

⁶ Liquidez = Ing. x Vtas. / (Cto. De Vtas. - Depreciación)

Razón Circulante = Act. Circ. / Pas. Circ

Razón Circulante (sin CxC Empresas Relacionadas) = (Act. Circ. - CxC a Emp. Rel) / Pas. Circ

Razón Ácida = (Act. Circ. - Exist - Gtos. Pag. x Ant) / Pas. Circ.



Rentabilidad

En términos de rentabilidad, la compañía se vio perjudicada el año 2007 por las situaciones puntualizadas dentro del informe. Sin embargo, la rentabilidad del negocio a diciembre de 2008 se ve mejorada, y en opinión de **Humphreys**, la baja en la rentabilidad puntual de la compañía se vera atenuada a partir del año 2010 cuando se extingan los contratos asociados a clientes libres que presentan condiciones de precios desfavorables para la compañía. Asimismo, la clasificadora mantiene una visión de largo plazo de sus análisis, por lo que el principal indicador a utilizar a la hora de medir la capacidad de pago de la compañía recoge la rentabilidad de los activos de los últimos cinco años para estimar el flujo de caja de la misma. Adicionalmente, se considera la situación futura de Colbún una vez adecuado sus contratos de venta con su capacidad productiva.

“La opinión de las entidades clasificadoras 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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”

Anexo: Indicadores

	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
1.- LIQUIDEZ							
Liquidez (veces)	2,7	2,7	2,0	1,9	2,6	1,0	1,3
Razón Circulante (Veces)	1,42	0,70	0,76	1,06	2,70	2,12	4,81
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,39	0,68	0,74	1,05	2,69	2,11	4,79
Razón Ácida (veces)	1,38	0,68	0,74	1,05	2,69	2,09	4,79
Rotación de Inventarios (veces)	470	258	322	178	180	152	47
Promedio Días de Inventarios (días)	0,8	1,4	1,1	2,0	2,0	2,4	7,7
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	11,69	11,57	7,04	10,22	9,88	5,36	4,84
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	31,2	31,5	51,9	35,7	36,9	68,1	75,5
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,24	1,29	9,52	7,69	5,79	9,26	7,45
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	163,0	283,4	38,3	47,5	63,1	39,4	49,0
Diferencia de Días (días)	131,8	251,9	-13,5	11,7	26,1	-28,6	-26,5
Ciclo Económico (días)	131,0	250,4	-14,7	9,7	24,1	-31,1	-34,2
2.- ENDEUDAMIENTO							
Endeudamiento (veces)	0,43	0,36	0,33	0,29	0,27	0,34	0,37
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,75	0,57	0,48	0,41	0,38	0,53	0,58
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,16	0,38	0,48	0,49	0,27	0,31	0,17
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,11	2,23	2,41	2,52	1,17	44,56	5,09
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,32	0,45	0,41	0,40	0,86	0,02	0,20
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	67,3%	67,1%	74,7%	65,0%	58,4%	65,3%	74,9%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,70	5,38	5,36	6,13	9,92	-2,44	1,37
3.- RENTABILIDAD							
Margen Bruto (%)	45,5%	47,7%	36,3%	33,2%	47,0%	-7,2%	11,1%
Margen Neto (%)	31,7%	52,6%	35,7%	31,3%	36,7%	-7,7%	4,0%
Rotación del Activo (%) *	17,3%	19,7%	21,6%	17,1%	24,1%	33,0%	30,1%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	5,4%	10,3%	7,8%	6,3%	8,9%	-2,5%	1,2%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,9%	9,5%	7,6%	6,1%	8,6%	-2,4%	1,1%
Inversión de Capital (%)	156,4%	141,2%	131,9%	123,1%	111,5%	120,2%	106,4%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	6,37	-6,00	-8,18	30,56	2,32	3,39	1,38
Rentabilidad Operacional (%)	6,7%	8,3%	7,3%	6,1%	10,8%	-2,8%	2,8%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	8,6%	14,8%	11,1%	7,4%	11,7%	-3,7%	1,8%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	36,9%	36,5%	49,1%	52,5%	38,9%	97,0%	79,2%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	54,5%	52,3%	63,7%	66,8%	53,0%	107,2%	88,9%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	3,0%	3,1%	2,7%	3,0%	2,0%	1,5%	1,7%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	11,6%	12,8%	10,7%	8,6%	14,4%	-4,1%	4,2%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	60,1%	60,4%	48,2%	44,6%	59,2%	1,6%	19,2%
4.- OTROS INDICADORES							
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	4,7%	5,5%	6,0%	10,4%	10,2%	7,8%	6,2%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,9%	1,0%	1,0%	0,6%	1,2%	1,3%	1,8%
Capital sobre Patrimonio (%)	75,3%	66,0%	60,9%	47,9%	43,4%	45,5%	50,4%