

Clasificación Colbún: Un Enfoque de Largo Plazo

Riesgos de Colbún

En la primera clasificación efectuada por **Humphreys** a los títulos de deuda de Colbún (junio de 2006), así como en procesos posteriores, la firma identificó, entre otros, los siguientes riesgos interrelacionados entre sí: Posibilidad de interrupción del suministro de gas natural; volatilidad del precio del petróleo y posición compradora en el SIC (exposición al precio *spot* y, por ende, a las condiciones hidrológicas).

Asignación de la Categoría de Riesgo

La Clasificación de los títulos de deuda de Colbún, actualmente en *Categoría AA-*, considera de antemano la posibilidad que los riesgos identificados se materialicen y, por ende, la manifestación de los mismos no implica, necesariamente, una reducción en la Categoría de Riesgo asignada.

La *Categoría AA-* refleja que, a juicio de **Humphreys**, el emisor tiene la capacidad para responder al pago de su deuda incluso bajo escenarios altamente adversos, lo cual no significa que la empresa no resienta severamente su generación de caja y que no vea afectado el precio de sus acciones.

Previéndose la posibilidad de condiciones similares a las actuales, la evaluación de **Humphreys** incluyó en su análisis una drástica caída en el flujo de caja y, por ende, de la capacidad de reacción de la compañía (ya que los procedimientos de la Clasificadora exceden un análisis estrictamente de corto plazo).

Período 2008-2009: Los Años Críticos

El desequilibrio entre la capacidad de generación propia de la empresa y sus compromisos comerciales (principal elemento que afecta negativamente su flujo de caja) se mantendrá los años 2008/2009. El precio de venta de la compañía es cercano a los 100 US\$/MWh y su necesidad de compra de energía es del orden de los GWh 2.000 anuales a un costo marginal que ha llegado a los US\$/MWh 250 (pero que se ha reducido significativamente por las lluvias recientes). Para fines de 2009 los compromisos se reducirían en GWh 4.000 (en diciembre de 2007 ya no se renovaron contratos por GWh 1.800) lo cual implicaría, además, menos producción con *diesel* (los nuevos contratos, que se inician el 2011, están calzados en volumen y precio con las nuevas inversiones en plantas térmicas).

Las consecuencias, en términos de generación de caja, dependerán de variables no controladas por el emisor -precio carbón y diesel, disponibilidad de gas natural y condiciones de lluvias y deshielos- lo cual sintetiza el riesgo para los años 2008/2009 (aun cuando se ha acotado la exposición al precio del petróleo mediante operaciones de cobertura). Según estimaciones de **Humphreys**, en eventos extremadamente adversos (por ejemplo, una sequía aguda), el *ebitda* de Colbún sería para los dos años del orden de los US\$ 400 millones negativos (obviamente, dependiendo de los supuesto, los resultados varían considerablemente pudiendo, incluso, estimarse *ebitda* positivo aproximadamente de US\$ 400 millones para el período).

Por otra parte, para cumplir con su plan de negocio y responder a los compromisos asumidos a partir del año 2011, la empresa requiere finalizar la construcción de su planta de carbón, lo que sumado a otras inversiones menores, demandará un *Capex* cercano a los US\$ 900 millones para los dos años. Finalmente, si bien la empresa no tiene obligaciones financieras relevantes para el 2008, el año 2009 tiene vencimientos del orden de los US\$ 180 millones los que requieren ser refinanciados.

Conociendo la situación del emisor que incluso, en un escenario altamente adverso, podría implicar la necesidad de allegar recursos por US\$ 1.300 millones en menos de dos años - además de refinanciar el crédito asociado al fuerte vencimiento del 2009 - lo relevante es saber si existen antecedentes, más allá del *ebitda* de un año en particular, que permitan tener una seguridad razonable respecto a su capacidad para administrar adecuadamente esta coyuntura y dar cumplimiento cabal a las obligaciones con los bonistas (las lluvias de mayo y su efecto sobre el *ebitda* debieran reducir la probabilidad de requerir recursos por US\$ 1.300 millones).

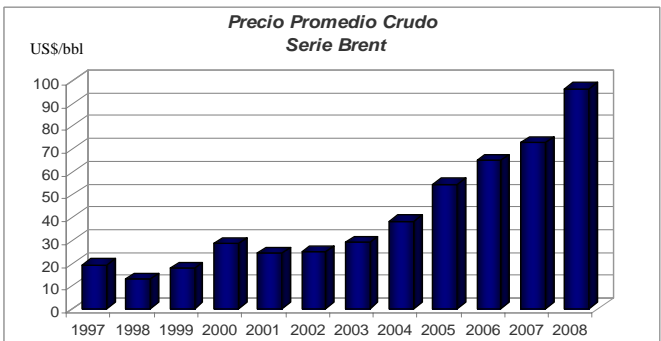
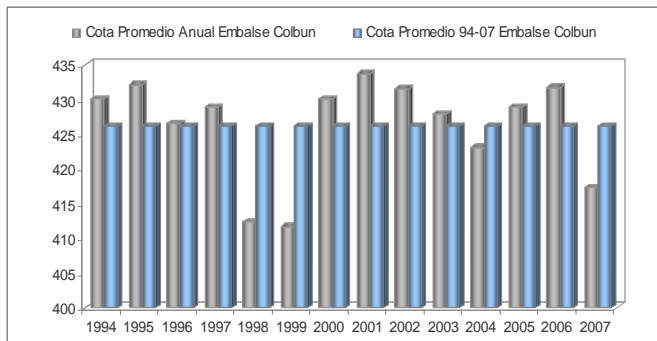
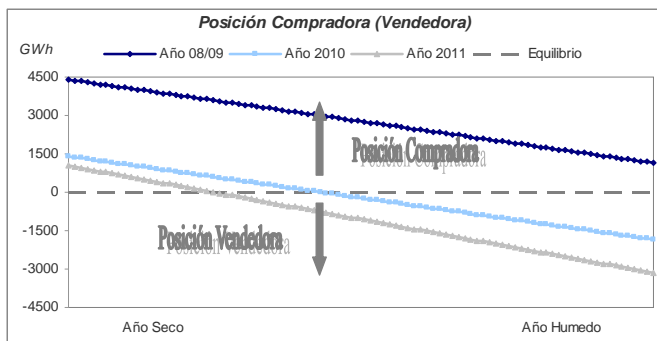
Fortalezas Para Enfrentar la Crisis

Se debe considerar la alta viabilidad de largo plazo que tiene el negocio: i) la capacidad de generación actual cubriría holgadamente, a costos competitivos, las obligaciones a partir del año 2010 las cuales no superarían los 6.900 GWh anuales (no incluye los contratos a satisfacer con nuevas inversiones); ii) la nueva central a carbón (Coronel) mejora la matriz de generación de la empresa; iii) la creciente necesidad de energía del país (la demanda de electricidad en los últimos 10 años ha crecido sobre el 5% anual; además el consumo per cápita del país asciende a MWh 2,9 por habitante contra 12 de los países de alto desarrollo); iv) Colbún representa en torno al 27% de la generación de SIC, siendo un actor relevante para satisfacer las necesidades de electricidad del país; y v) el mercado chileno ha ido evolucionado a una mejor indexación del precio de la energía a los costos de la misma (menor exposición a cambio en precio de combustibles). La viabilidad es condición necesaria para acceder a recursos vía emisión de capital o de deuda.

Otro elemento considerado es el hecho que la actual situación de la empresa ha sido prevista por la administración la cual desarrolló un plan financiero que, en opinión de **Humphreys**, es factible de alcanzar. El plan consiste en una emisión de acciones por US\$ 400 millones, una emisión de bonos por hasta UF 7 millones, refinanciamiento de créditos bancarios y, si fuere necesario, utilización de nuevos préstamos bancarios. Si bien la posición negociadora actual del emisor es limitada, los antecedentes dados a conocer por la empresa permiten presumir razonablemente la obtención de los recursos, al margen que se tenga algún impacto en el costo financiero de la generadora.

Según estimaciones conservadoras de la Clasificadora¹, con la actual capacidad productiva de Colbún y sin su exposición compradora, la generación de caja de largo plazo (antes de pago de deuda, inversiones y pago de dividendos) ascendería a US\$ 370 millones anuales. A partir del 2011, entrado en operación las nuevas inversiones, esta cifra se incrementaría a US\$ 470 millones. Por otro lado, en un escenario de fuerte estrés, con aumento de capital de por medio, la deuda consolidada ascendería a cerca de US\$ 1.900 millones (podría reducirse incluso a MMUS\$ 1.300 con condiciones de lluvias favorables), llegando a una relación deuda financiera sobre flujo de caja de 4,0 veces (1,8 veces en condiciones positivas).

Finalmente, la clasificación toma en consideración la trayectoria del grupo Matte, controlador de Colbún, y la importancia de la empresa dentro del mismo (el grupo tiene una participación del 49% y el valor de mercado de la sociedad asciende a cerca de los US\$ 2.600 millones, según valorización bursátil previa a las lluvias de mayo). Para el 2008 se han tomado opciones para limitar el precio de compra del *diesel*.



Hechos Recientes

Los efectos de las lluvias de mayo, tanto sobre los costos marginales como sobre los niveles de los embalses en nada alteran el enfoque de largo plazo de la clasificadora; lo mismo es aplicable en relación con las variaciones de corto plazo en el precio del petróleo. En nuestra opinión, este enfoque – previa una clara visualización inicial de los riesgos de un negocio – permiten dar estabilidad a la clasificación de riesgo de instrumento que es esencialmente de largo plazo.

Nota: Para obtener más información de esta clasificación de riesgo se puede contactar con **Clasificadora de Riesgo Humphreys Ltda.**, Analista: Andrés Silva P., Fono: 204 72 93, andres.silva@humphreys.cl.

¹ El emisor trabaja con estimaciones mucho más auspiciosas que el criterio conservador aplicado por **Humphreys**.