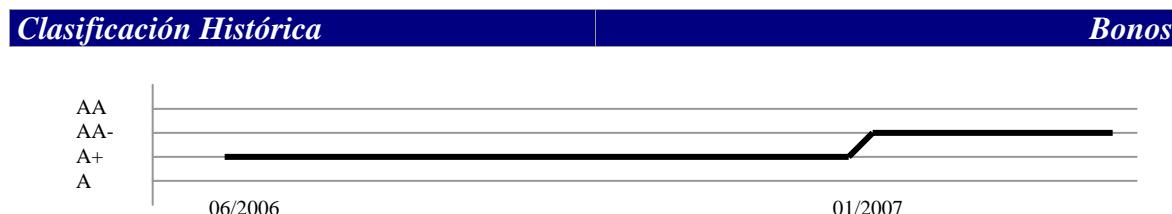


**Colbún S.A.**

**Febrero 2007**

<b>Categoría de Riesgo y Contacto</b>			
<b>Tipo de Instrumento</b>	<b>Categoría</b>	<b>Contactos</b>	
Bonos Tendencia	<b>AA- Estable</b>	Socio Responsable Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	Alejandro Sierra M. Aldo Reyes D. Tomás Escoda C. 56-2-204 7315 56-2-223 4937 <a href="mailto:ratings@humphreys.cl">ratings@humphreys.cl</a> <a href="http://www.humphreys.cl">www.humphreys.cl</a>
Títulos Accionarios Tendencia	<b>Primera Clase Nivel 1 Estable</b>		
EEFF base	31 de diciembre de 2006	Tipo de Reseña	Nueva Emisión

<b>Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda</b>	
Bono Serie C	Nº 234 de 13.10.00
Línea de bonos a 10 años	En proceso de inscripción
Línea de bonos a 30 años	En proceso de inscripción



<b>Estado de Resultados Consolidado</b>					
<b>Cifras en Miles de \$ a Diciembre de 2006</b>	<b>Año 2002</b>	<b>Año 2003</b>	<b>Año 2004</b>	<b>Año 2005</b>	<b>Diciembre 2006</b>
Ingreso Operacional	157.010.808	187.512.465	223.173.476	263.244.537	389.562.515
Costo Explotación	-85.541.772	-98.057.798	-142.246.316	-175.848.002	-206.434.732
Gasto Admin. y Venta	-4.738.580	-5.900.651	-6.063.019	-7.853.023	-7.645.958
Resultado Operacional	66.730.456	83.554.015	74.864.141	79.543.511	175.481.825
Resultado No Operacional	-15.327.961	18.894.155	10.853.995	12.525.750	-15.150.264
Utilidad Neta	49.847.760	98.538.181	79.680.311	82.271.318	142.832.564

<b>Balance General Consolidado</b>					
<b>Cifras en Miles de \$ a Diciembre de 2006</b>	<b>Año 2002</b>	<b>Año 2003</b>	<b>Año 2004</b>	<b>Año 2005</b>	<b>Diciembre 2006</b>
Activo Circulante	84.049.500	71.932.574	85.956.760	157.396.470	266.320.128
Activo Fijo	909.897.814	936.911.229	947.993.242	1.368.822.473	1.366.069.142
Otros Activos	23.973.014	30.268.111	32.000.933	40.921.113	54.416.525
<b>Total Activos</b>	<b>1.017.920.328</b>	<b>1.039.111.914</b>	<b>1.065.950.935</b>	<b>1.567.140.056</b>	<b>1.686.805.795</b>
Pasivo Circulante	59.382.731	103.176.902	113.242.105	148.781.931	98.495.304
Pasivo Largo Plazo	376.916.151	272.287.899	233.761.460	306.235.457	362.621.803
Interés Minoritario	0	0	0	5.211.049	6.010.063
Patrimonio	581.621.446	663.647.113	718.947.371	1.106.911.618	1.219.678.626
<b>Total Pasivos</b>	<b>1.017.920.328</b>	<b>1.039.111.914</b>	<b>1.065.950.935</b>	<b>1.567.140.056</b>	<b>1.686.805.795</b>

## Opinión

### Fundamento de la Clasificación

**Colbún S.A.** es una empresa del sector eléctrico – principalmente generación-, que opera en el Sistema Interconectado Central. Su capacidad de producción asciende a 2.364,2 MW operando tanto con plantas hidroeléctricas como térmicas.

Las fortalezas de la Colbun S.A. que sirven como fundamentos para su clasificación (*Categoría A+*) son: i) sólida posición competitiva; ii) adecuado *mix* de plantas productivas, básicamente hidroeléctrica y térmicas; iii) respaldo de un grupo económico de importancia en el contexto nacional; iv) demanda creciente y relativamente inelástica en épocas de crisis; v) adecuado perfil de su deuda y; vi) plan de negocio futuro que debiera disminuir los riesgos de abastecimiento actuales de la sociedad.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída como consecuencia de: i) instabilidad del abastecimiento de gas natural y alto costo del diesel, principales insumos de sus plantas térmicas; ii) exposición a los cambios normativos propios del sector y de exigencias medioambientales; iii) elevada competencia al interior de la industria y las posibilidades de intensificación de la misma y; iv) necesidad de adecuar los contratos de venta, tanto en términos de volumen como de precio, a las actuales condiciones de la compañía y de la industria.

Las nuevas líneas de bonos son por un máximo de UF 6 millones cada una, pero queda establecido que entre las dos no se podrán hacer colocaciones por mas de UF 9 millones. Estas líneas, que implicarían incrementar el nivel de deuda del emisor, son coherentes con el plan de negocio de la compañía y compatibles con el eventual incremento en su nivel de flujos.

La perspectiva de la clasificación se califica como *Estable* por cuanto en el corto plazo, en nuestra opinión, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

Por su parte, la clasificación de las acciones de Colbún S.A. responde al alto nivel de presencia bursátil que presentan los títulos (100%) y al alto porcentaje de patrimonio transado en el mercado bursátil

## Definición Categoría de Riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del 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.

“-” Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Categoría Primera Clase Nivel 1

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la mejor combinación de solvencia, estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

## Oportunidades y Fortalezas

**Sólida Posición Competitiva:** Con 26% 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 de la empresa permite presumir que ésta, al menos en el mediano plazo, mantendrá su importancia dentro del SIC

*Infraestructura Adecuada:* Combina centrales hidroeléctricas y térmicas (gas natural y diesel) con capacidades de producción relativamente similares. Asimismo existen proyectos para seguir ampliando la infraestructura y agregar plantas a carbón, que compensarían la actual inestabilidad de las centrales a gas natural. Todo esto le permite contar con un mayor grado de seguridad en el abastecimiento.

*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)

*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.

*Perfil de la Deuda:* La compañía ha estructurado el vencimiento de sus obligaciones financieras de manera que los principales desembolsos ocurran con posterioridad al año 2008, cuando se espera que el emisor esté menos expuesto a los problemas derivados por la interrupción del suministro de gas natural.

### **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.

*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 llevado 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.

*Condiciones de los Contratos de Venta de Energía:* Aún 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.

*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)

### **Antecedentes Generales**

#### **Historia**

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, que en su Vigésima Séptima Junta Extraordinaria de Accionistas, celebrada el 29 de abril de 1986, acordó dividir la empresa en una sociedad continuadora de la misma y 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 a Electropacífico Inversiones Ltda. Esta sociedad estaba integrada en un 41,5% por Forestal Cominco S.A. y en un 58,5% por Tractebel Andino S.A. 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.

La compañía es la segunda generadora más importante dentro del Sistema Interconectado Central (SIC), con una participación del 26% en términos de capacidad instalada. El consumo de esta zona presento un crecimiento de 6,4% durante el 2006, alcanzando un total de 38.321 GWh.

### **Líneas de Negocio**

De acuerdo con los estatutos de la sociedad, la empresa puede participar en las siguientes actividades

- Producir, transportar, distribuir y suministrar energía eléctrica.
- Transportar, distribuir, suministrar y comercializar gas natural para su venta a grandes procesos industriales o de generación.
- Prestar asesorías en el campo de la ingeniería, tanto en el país como en el extranjero.

Con todo, en la práctica, Colbún se ha desarrollado como una empresa de generación eléctrica, siendo este negocio el que determina la generación de flujos y los riesgos del emisor.

### **Propiedad**

Al 31 de diciembre, la propiedad de Colbún se distribuía de la siguiente manera:

<b>Nombre de Accionistas</b>	<b>Nº de acciones pagadas</b>	<b>Participación</b>
<b>Minera Valparaíso S.A.</b>	5.204.249.573	34,97%
<b>Forestal Cominco S.A.</b>	2.071.519.296	13,92%
<b>Antarchile S.A.</b>	1.418.133.476	9,53%
<b>Banchile Corredores de Bolsa S.A.</b>	258.974.904	1,74%
<b>Cía. De Seg. Vida Consorcio.</b>	254.359.138	1,71%
<b>Celfin Capital S.A. Corredores</b>	254.313.192	1,71%
<b>Fondo de Pensión Habitat C</b>	238.840.078	1,60%
<b>Inversiones HB S.A.</b>	238.803.627	1,60%
<b>Larraín Vial S.A. Corredores</b>	157.576.815	1,06%
<b>Citibank Chile Cta. De terceros</b>	153.377.219	1,03%
<b>Penta Corredores de Bolsa S.A.</b>	140.801.866	0,95%
<b>Fondo de Pensión Habitat B</b>	139.152.281	0,93%
<b>Otros accionistas</b>	4.353.941.140	29,25%
<b>TOTAL</b>	<b>14.884.042.605</b>	<b>100%</b>

Colbún es controlada por el grupo Matte que posee directamente e indirectamente el 48,88% de la compañía, eligiendo la mayoría de los directores.

En Mayo de 2006 ingresa a la propiedad el grupo Angellini, a través de la compra del 9,5% de las acciones por parte de AntarChile.

El Directorio de la compañía acordó reducir el capital social de Colbún S.A en todas aquellas acciones que fueron adquiridas por la compañía como ejercicio del derecho a retiro que, como consecuencia de la fusión con Hidroeléctrica Cenelca S.A., ejercieron algunos accionistas. El total de acciones adquiridas por la compañía por estos efectos fue de 45.151.085. De esta manera, una vez completado el proceso de reducción de capital, el 31 de marzo de 2007, el total de acciones suscritas y pagadas de Colbún S.A será de 14.838.891.520.

## **Antecedentes del Mercado**

### **El sector eléctrico chileno**

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.
- *Sistema Interconectado Central (SIC)*: desde Taltal hasta la Décima Región. Operan 20 empresas. La generación es aproximadamente 60% hidroeléctrica y 40% termoeléctrica. En este sistema opera Colbún S.A.
- *Sistema de Aysén*: Una sola empresa (EDELAYSEN S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es 64% termoeléctrica, 28% hidroeléctrica y 8% 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**

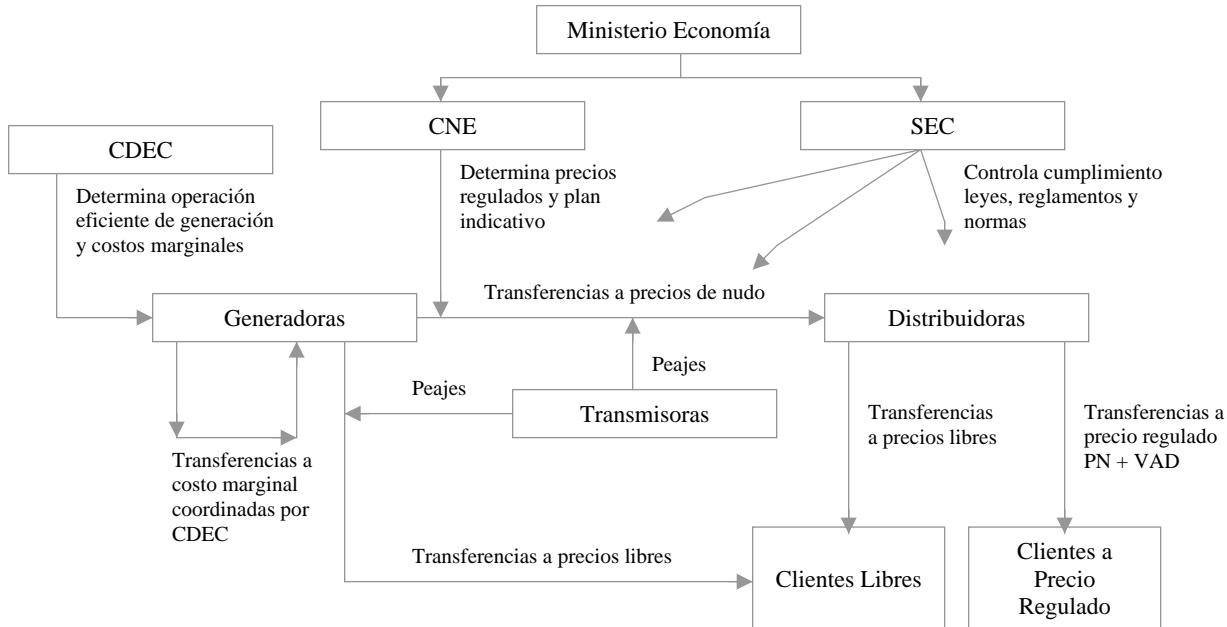
Este sector esta conformado por las empresas que transportan la energía producida por las compañías generadoras, destacando TRANSELEC, a través de sistemas de transmisión construidos previa concesión respectiva, hasta las empresas distribuidoras a las cuales suministra. Por medio de las líneas de transmisión 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).

### Operación Sistema Eléctrico Chileno



CDEC: Centro de Despacho Económico de Carga  
 CNE: Comisión Nacional de Energía  
 SEC: Superintendencia de Electricidad y Combustibles

## 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 aumento de un 5% a un 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 62% de las ventas de Colbún a diciembre de 2006.

### - 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 38% de las ventas de Colbun a diciembre de 2006.

#### - Clientes del mercado Spot

El mercado Spot es el mercado de transferencia de energía entre las generadoras del sistema (Endesa, Colbun, 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.

### Activos

Colbún tiene entre sus principales activos once centrales hidroeléctricas, seis centrales termoeléctricas y 729 kms. de líneas de transmisión. La capacidad total de las centrales es de 2.364,2 MW

#### Centrales de generación hidroeléctrica

NOMBRE	REGIÓN	TIPO	POTENCIA MAXIMA (MW)
Colbún	VII	Embalse	478
Machicura	VII	Embalse	95
Canutillar	X	Embalse	172
Rucué	VIII	Pasada	178
San Ignacio	VII	Pasada	37
Carena	R.M.	Pasada	9,6
Los Quilos	V	Pasada	39
Blanco	V	Pasada	60
Juncal	V	Pasada	28,5
Juncalito	V	Pasada	1,5
Chacabuquito	V	Pasada	29,2

Las centrales de generación hidroeléctricas suman una capacidad de 1.127,8 MW

La fusión con Cenelca permitió una mayor participación de la generación hidroeléctrica y una mayor diversificación de las cuencas hidrológicas.

#### Centrales de generación termoeléctrica

NOMBRE	REGIÓN	COMBUSTIBLE	POTENCIA MAXIMA (MW)
Nehuenco I	V	Gas Natural / Diesel	368,4
Nehuenco II	V	Gas Natural	390,4
Nehuenco III	V	Gas Natural / Diesel	108
Candelaria	VI	Gas Natural / Diesel	269,6
Antilhue I	X	Diesel	50
Antilhue II	X	Diesel	50

Las centrales de generación térmica suman una capacidad de 1.236,4 MW de potencia. Dentro de estas 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 S.A. esta maximizar las compras de gas, y también operar con Diesel cuando sea necesario.

Nehuenco II esta en proceso de conversión para poder operar con Diesel, proyecto que se espera esté terminado durante el primer semestre del año 2007.

Cabe destacar que cuando un ciclo combinado opera con Diesel en vez de gas natural, el costo de producción de la energía aumenta significativamente. Con la estructura actual de precios de los combustibles, este costo aumenta en alrededor de 3,5 veces. Además, los ciclos combinados operando con Diesel pierden capacidad de producción, lo que puede alcanzar hasta un 20% de la energía generada.

Adicionalmente, Colbún S.A. 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.

Adicionalmente, Colbún S.A. participa a través de Transquillota Ltda., donde posee un 50% de los derechos, en la propiedad de la S/E San Luis y de la línea que une dicha subestación con la S/E Quillota del SIC. A través de las instalaciones de Transquillota, se inyecta en el SIC la generación del Complejo Termoeléctrico Nehuenco y la central San Isidro de Endesa. Cabe destacar que la compañía tiene contratos de peaje para el transporte de electricidad con Transquillota Ltda.

---

#### **Proyectos 2007**

Durante el año 2007, los siguientes proyectos se pondrán en funcionamiento. Los tres corresponden a centrales hidroeléctricas “de pasada”:

- *Quilleco*: En la VIII región, aprovecha las aguas del río Laja. Diseñada con una potencia instalada de 70 MW. Su operación comercial está prevista para abril de 2007.
  - *Hornitos*: En la V región, aprovecha las aguas de los ríos Juncal y Juncalillo. Diseñada con una potencia instalada de 55 MW. Su operación comercial está prevista para septiembre de 2007.
  - *Chibурго*: En la VII región, aprovecha las aguas del río Maule. Diseñada con una potencia instalada de 20 MW. Su operación comercial está prevista para mayo de 2007.
-

## Producción

La producción del año 2006 fue (en GWh):

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

En tanto que la producción el año 2005 había sido:

Trimestre	Hidráulica	Térmica Gas	Térmica Diesel	Compras CDEC	TOTAL
<b>Ene – Mar</b>	799	729	203	428	<b>2.159</b>
<b>Abr – Jun</b>	1.127	621	497	161	<b>2.406</b>
<b>Jul – Sep</b>	1.569	543	-	199	<b>2.311</b>
<b>Oct – Dic</b>	1.970	729	3	176	<b>2.879</b>
<b>TOTAL</b>	<b>5.466</b>	<b>2.622</b>	<b>703</b>	<b>963</b>	<b>9.754</b>

Como se puede apreciar, el *mix* de producción va muy ligado a la condición hidrológica. Debido a que los primeros meses son más secos la producción hidráulica y térmica fueron más parecidas. En el segundo semestre y producto de las lluvias, la producción hidroeléctrica aumentó.

Cabe destacar que a partir de 2007 entrarán nuevas centrales hidroeléctricas y vencen contratos libres. Esto implica menos compras en el mercado *spot* y por lo tanto una menor volatilidad de sus flujos de caja.

## Inversiones

Colbún tiene una cartera de proyectos de generación de electricidad que se construirán durante los próximos años. En primer lugar cabe mencionar que la compañía ha sometido al proceso de evaluación ambiental la construcción de una central a carbón en la comuna de Coronel en la VIII Región. Este proyecto consiste en la puesta en servicio de dos unidades de generación con una capacidad de 325 MW netos para cada una. La compañía espera comenzar la construcción de la primera unidad durante el año 2007 con una inversión aproximada de USD 550 millones. Además la compañía posee derechos de agua en las Regiones V, VII, VIII, X y Metropolitana, en base a los cuales está estudiando proyectos de generación de energía hidráulica por sobre los 500 MW, los que se esperan estén en operación entre los años 2010 y 2013.

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 2.355 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 2013 y 2018. Este desarrollo aportará a Colbún una importante y estable capacidad de generación hidráulica de alrededor de 1.000 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.

## **Regulaciones**

La empresa se desenvuelve en un mercado altamente regulado. La clara diferenciación entre generadoras, transmisoras y distribuidoras ha hecho necesario la intervención de la autoridad a través de distintas leyes. Las regulaciones básicas que rigen el mercado son:

- **Ley General de Servicios Eléctricos, de 1983. También conocido como DFLI:** regula el sector, pero que ha sido objeto de actualizaciones a través de las llamadas “leyes cortas”.

- **Ley Corta 1:** introdujo cambios entre los que destacan una nueva forma de determinar y asignar los peajes de transmisión, la incorporación del mercado de servicios complementarios para conferir mayor seguridad a los servicios eléctricos.

- **Ley Corta 2:** debido a que la ley anterior no logró generar una política de inversiones adecuada en el sector, se promulgó la ley corta 2, la cual además pretende enfrentar los efectos de la escasez de gas natural en el sistema. Básicamente se introdujeron 2 modificaciones:

- **Flexibilizar la banda de precios de nudo:** esta relaciona los precios de nudo teóricos con los precios clientes libres. Esta banda se mantenía en  $\pm 5\%$  lo que mantenía los precios de nudo muy bajo y no reflejaba los verdaderos costos del sistema. Como estos precios están relacionados con precios libres de contratos firmados antes de que se produjeran los problemas del sector – y por tanto con precios bajos -, el precio nudo se ha mantenido muy bajo. Por esto se crearon escenarios en los cuales esta banda se puede ampliar para que el precio nudo pueda aumentar y así reflejar los verdaderos costos del sistema.
- **Contratos de largo plazo a precios fijos:** Ahora las empresas distribuidoras (clientes regulados) deberán licitar el suministro necesario para abastecer a sus clientes, de modo que la suma de los contratos resultantes puedan satisfacer la demanda por tres años. Esto busca crear relaciones de largo plazo entre generadores y distribuidores, lo cual incentiva a los generadores a invertir en fuentes de generación.

Cabe mencionar también las regulaciones medioambientales a la que está sujeta la empresa. La ley 19.300: Bases generales del medio ambiente, del año 1994; establece que los proyectos de inversión, entre ellos las centrales de generación eléctrica y las líneas de transmisión, deben realizar un estudio de impacto ambiental antes de poder construirse.

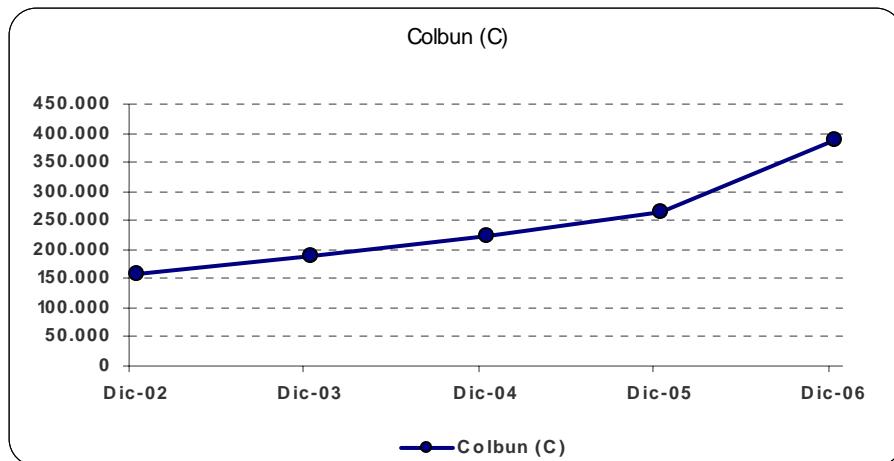
Colbún cuenta con un sistema de gestión ambiental bajo el cual el 87% de la potencia instalada esta bajo la certificación ISO 14001. El porcentaje restante que corresponda a la central térmica Candelaria esta en proceso de certificación.

Además hay que mencionar que la ley eliminó la falta de lluvia (sequía) como causal de fuerza mayor para los fallos de generación de energía eléctrica.

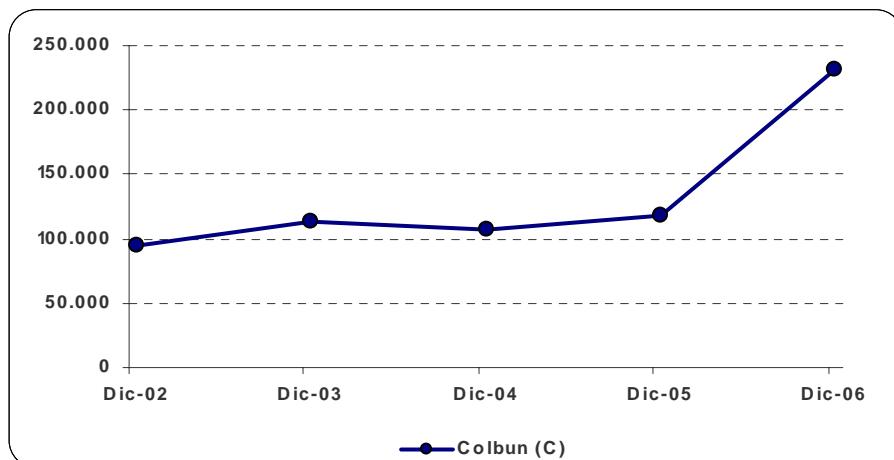
### **Evolución Financiera<sup>1</sup>**

Los ingresos de Colbún en el año 2006 aumentaron un 48% en relación con los percibidos el año 2005, alcanzando los \$ 389.563 millones. Este incremento supera holgadamente el crecimiento promedio de los tres años anteriores el cual fue de 19%.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de los ingresos de explotación de la empresa<sup>2</sup>, en donde se constata el sostenido crecimiento de los mismos, destacándose el último año.



Por su parte, el Ebitda de la empresa – tal como se refleja en el gráfico siguiente – aumentó significativamente en el último período, incrementándose en 97% y alcanzando en torno a los \$ 230.670 millones durante el ejercicio anual de 2006. La tendencia del Ebitda había sido mantenerse durante los 3 años anteriores.



<sup>1</sup> Todas las cifras posteriores en moneda a diciembre de 2006. Los gráficos en años móviles.

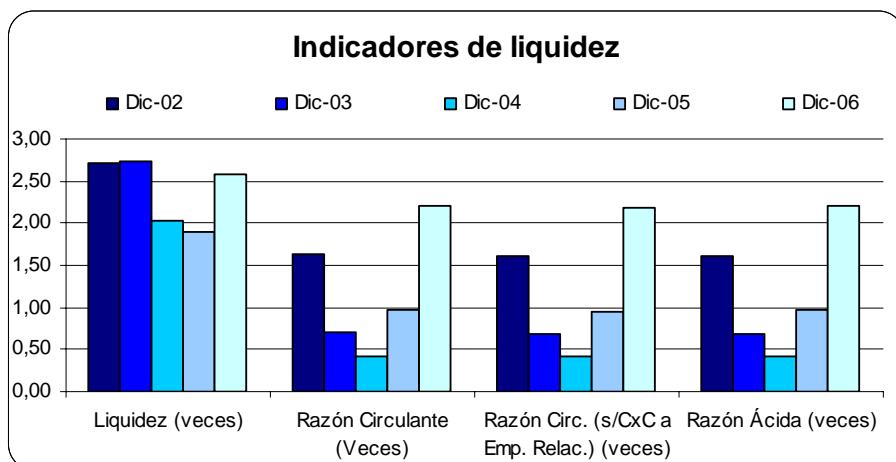
<sup>2</sup> En este gráfico, y en todos los siguientes, el indicador a diciembre 2006 considera los flujos del periodo Enero 2006 – Diciembre 2006

El aumento de los ingresos se explica principalmente por la fusión con Hidroeléctrica Cenelca S.A. en el año 2005, el aumento del consumo de algunos de sus clientes, , mejores precios en particular en el caso de los clientes distribuidores, y por la reliquidación de los precios aplicables a la energía suministrada por Colbún a Codelco desde abril de 2004 a junio de 2006. El Ebitda aumenta por todo lo anterior sumado a una buena hidrología y mayor disponibilidad de gas desde Argentina, todo lo cual hizo disminuir el consumo de diesel, que como se ha explicado es un combustible significativamente más caro que el gas natural.

#### *Evolución de la Liquidez Financiera*

En general la empresa mantiene buenos indicadores de liquidez a lo largo de los últimos cuatro años y no se vislumbra un motivo por el cual estos podrían deteriorarse.

En el gráfico siguiente se muestra la evolución de los indicadores<sup>3</sup> de liquidez de la empresa para los últimos años.



Tal como se mencionó los indicadores reflejan una alta liquidez, es así como se observa que a diciembre de 2006, los activos circulantes han tendido a duplicar al pasivo corriente de la empresa (Razón circulante mayor a 2).

#### *Evolución del Endeudamiento Financiero*

El endeudamiento relativo de Colbún – medido como la relación entre su pasivo financiero y el Ebitda de la sociedad – ha ido disminuyendo, fundamentalmente por la mayor generación de caja de la compañía.

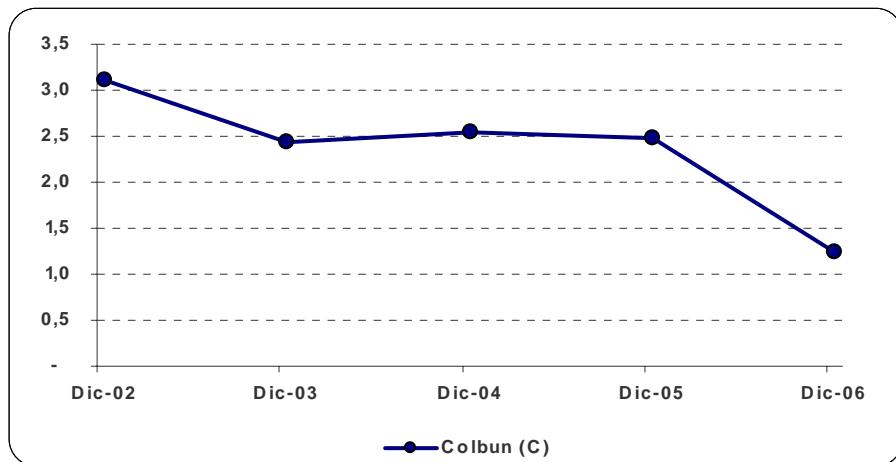
Durante el año 2006 la empresa disminuyó en 9% la deuda financiera. A diciembre de 2006, ésta es de \$ 275.993 millones, luego de que en diciembre de 2005, la deuda alcanzara un valor de \$ 303.181 millones. En el siguiente gráfico, se observa el periodo de pago de la deuda financiera de la empresa (Deuda financiera / Ebitda).

<sup>3</sup> 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 Acida = (Act. Circ. – Exist – Gtos. Pag. x Ant) / Pas.Circ.

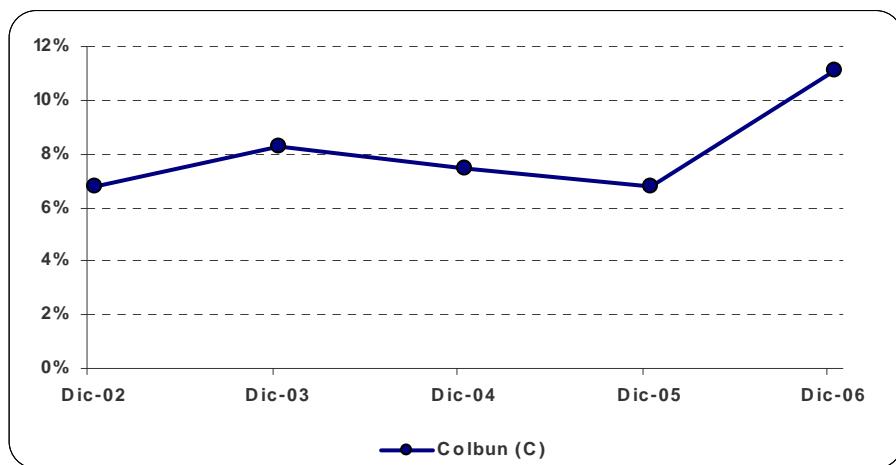


Con las nuevas líneas de bonos y asumiendo que se coloque el máximo permitido entre ambas líneas, UF 9 millones, la deuda financiera alcanzaría a los \$ 441.413 millones, con lo que la relación Deuda Financiera sobre Ebitda sería de 1,86 si se considera el Ebitda a diciembre de 2006

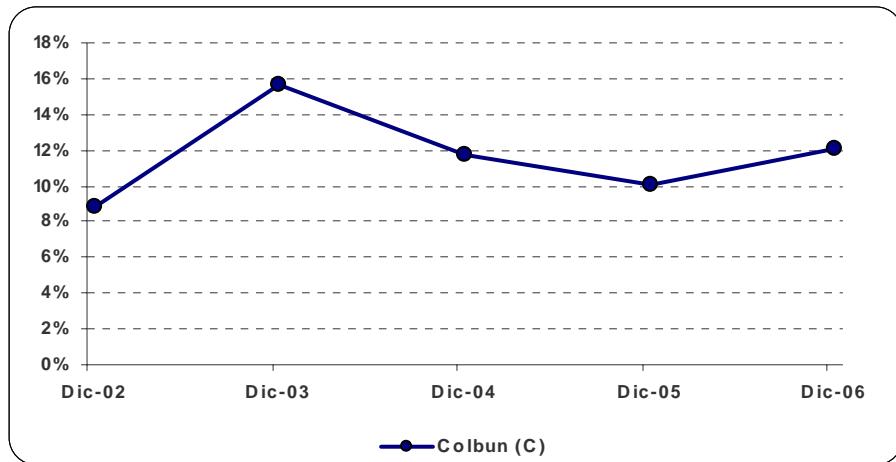
#### *Evolución de la Rentabilidad*

Tanto el activo como el patrimonio de la sociedad han visto aumentada su rentabilidad. Ambos indicadores, habían mostrado una evolución levemente decreciente en el tiempo hasta el año 2005.

La rentabilidad operacional casi aumenta al doble el año 2006 debido a que el resultado operacional aumento en 121% mientras que los activos solo aumentaron 8%. El siguiente gráfico muestra la rentabilidad operacional (Resultado operacional/Activos):



En tanto, la rentabilidad sobre patrimonio también aumento debido a que el resultado final aumento un 74% pasando de \$ 84.309 millones en 2005 a \$ 146.371 millones en el año 2006. Por su parte el patrimonio solo aumento 10%. El siguiente gráfico muestra la rentabilidad sobre patrimonio (Resultado final/Patrimonio):



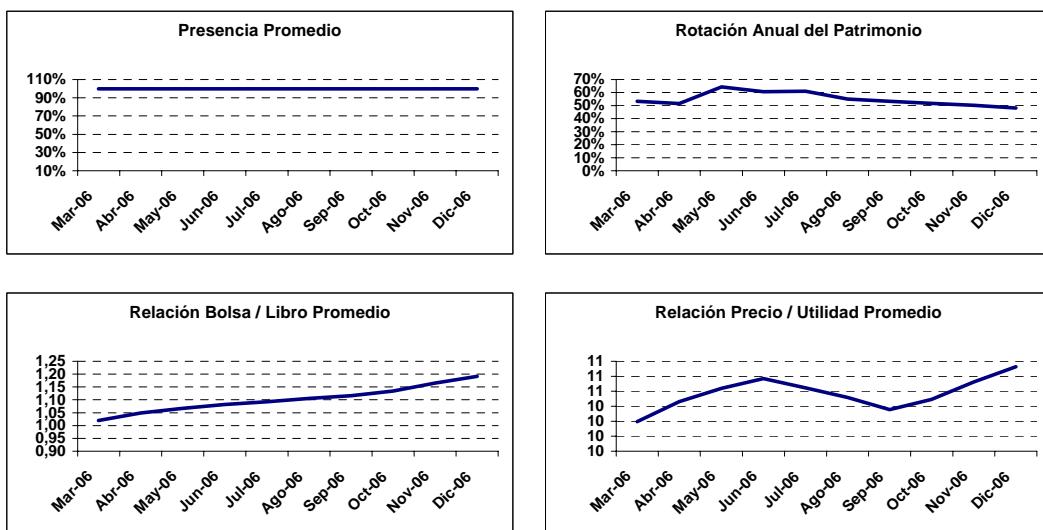
## Bonos

Actualmente Colbún tiene una línea de bonos en el mercado chileno:

### - Serie C

- N° y fecha de inscripción: 234, 13/10/2000
- Monto colocado: UF 2.500.000
- Tasa de carátula: 7,00% anual
- Vencimiento: Octubre 2021
- Duration: 8,85
- Valor par (Diciembre 2006): UF 2.335.698

## Acciones



La presencia promedio de las acciones los últimos 12 meses alcanza a 100% a diciembre de 2006. En tanto, la rotación anual del patrimonio a diciembre de 2006 es de 48,1%

---

*“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<sup>4</sup>

	Jun-04	Sep-04	Dic-04	Mar-05	Jun-05	Sep-05	Dic-05	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06
<b>1.- LIQUIDEZ</b>											
Liquidez (veces)	2,24	2,08	2,03	1,79	1,58	1,74	1,90	2,28	2,67	2,72	2,57
Razón Circulante (veces)	0,48	0,41	0,43	0,53	0,66	0,59	0,97	1,15	1,39	1,73	2,22
Razón Circ. (s/Cx:C a Emp. Relaci.) (veces)	0,47	0,39	0,41	0,51	0,65	0,88	0,96	1,13	1,37	1,70	2,19
Razón Activa (veces)	0,47	0,40	0,42	0,51	0,65	0,88	0,96	1,13	1,38	1,71	2,20
Rotación de Inventarios (veces)	3,13-7,8	3,36-7,1	3,42-11	3,81-37	3,25-22	2,45-59	1,99-78	1,63-12	1,52-90	1,65-60	1,82-42
Promedio Días de inventarios (días)	1,16	1,08	1,07	0,96	1,12	1,49	1,83	2,24	2,39	2,20	2,00
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	11,29	10,87	8,80	8,79	8,83	9,04	10,71	10,59	10,68	10,93	10,41
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	32,33	33,59	41,54	41,33	34,08	34,08	34,46	34,19	33,40	35,05	35,05
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,52	4,17	7,62	7,14	8,85	7,71	6,69	6,85	5,71	5,73	5,95
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	144,70	87,50	51,13	41,25	47,35	54,55	53,31	63,92	63,70	61,37	61,37
Diferencia de Días (días)	112,36	53,91	6,38	9,59	-0,08	6,96	29,73	30,29	26,32	26,32	26,32
Ciclo Económico (días)	-111,20	-52,82	-5,32	-8,63	1,20	-5,47	-18,65	-16,61	-27,34	-28,09	-24,32
Veces que se gana el Interés (veces)	3,88	3,97	5,36	4,95	4,73	6,68	6,13	8,20	9,95	10,24	9,92
<b>2.- ENDEUDAMIENTO</b>											
Endeudamiento (veces)	0,36	0,35	0,34	0,34	0,34	0,34	0,33	0,31	0,29	0,28	0,27
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,57	0,54	0,52	0,52	0,51	0,48	0,45	0,41	0,38	0,37	0,37
Pasivo Conta Plazo a Largo Plazo (veces)	0,41	0,51	0,54	0,58	0,53	0,44	0,45	0,42	0,38	0,34	0,29
Periodo Pago de Deuda Financiera (veces)	2,60	2,70	2,55	2,84	3,38	2,78	2,48	1,98	1,50	1,30	1,24
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,38	0,37	0,39	0,35	0,30	0,36	0,40	0,53	0,67	0,77	0,81
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	72,6%	75,1%	77,1%	76,2%	76,8%	77,0%	74,1%	72,6%	69,3%	66,3%	64,6%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Veces que se gana el Interés (veces)	3,88	3,97	5,36	4,95	4,73	6,68	6,13	8,20	9,95	10,24	9,92
<b>3.- RENTABILIDAD</b>											
Margen Bruto (%)	39,7%	36,4%	36,3%	30,1%	22,9%	28,4%	33,2%	41,6%	47,8%	48,8%	47,0%
Margen Neto (%)	32,9%	30,0%	35,7%	30,0%	26,6%	35,6%	31,3%	38,9%	43,6%	40,5%	36,7%
Rentabilidad Total del Activo (%) * *	19,3%	20,0%	21,6%	22,2%	22,9%	23,4%	21,8%	22,3%	23,0%	23,9%	23,9%
Inversión de Capital (%)	6,4%	6,0%	7,7%	6,7%	6,1%	8,3%	6,8%	8,7%	9,7%	9,3%	8,8%
Rentabilidad Total del Activo (%)	6,4%	6,0%	7,7%	6,7%	6,1%	8,3%	6,8%	8,7%	9,7%	9,3%	8,8%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	1,44	1,42	1,40	1,38	1,33	1,30	1,26	1,22	1,18	1,15	1,15
Rentabilidad Operacional (%)	-3,57	-2,85	-3,14	-3,71	-5,71	-20,76	-80,97	16,56	7,18	4,51	3,21
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,3%	6,9%	7,5%	6,3%	4,8%	6,5%	6,8%	8,9%	10,4%	11,0%	11,1%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. discutida) (%)	10,0%	9,3%	11,7%	10,2%	9,3%	12,6%	10,1%	12,5%	13,7%	12,9%	12,1%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin discutir) (%)	44,7%	49,1%	55,8%	63,4%	57,4%	52,5%	43,9%	37,4%	36,7%	38,9%	38,9%
Glos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	60,3%	63,6%	63,7%	69,9%	77,1%	70,5%	66,8%	52,2%	51,2%	53,9%	53,9%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	3,1%	3,0%	2,7%	2,6%	3,0%	2,7%	2,7%	2,6%	2,3%	2,0%	2,0%
ROE (Return Over Capital Employed) (%)	11,1%	10,3%	11,0%	9,3%	7,1%	9,5%	9,8%	12,6%	14,2%	14,8%	14,8%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos	52,2%	48,9%	48,2%	41,6%	34,1%	40,0%	44,6%	53,5%	60,1%	61,1%	59,2%
<b>4.- OTROS INDICADORES</b>											
Ctas. X Cob. Emp. Relaci. sobre Patrimonio (%)	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Terceros sobre Pasivos Totales (%)	5,6%	5,7%	5,8%	5,7%	5,6%	6,9%	8,2%	9,6%	10,7%	10,7%	10,7%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Capital sobre Patrimonio (%)	66,4%	65,5%	63,2%	62,2%	56,3%	52,3%	48,7%	45,7%	44,6%	44,6%	44,6%

<sup>4</sup> Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Superintendencia de Valores y Seguros y corresponden a años móviles. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web: [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)