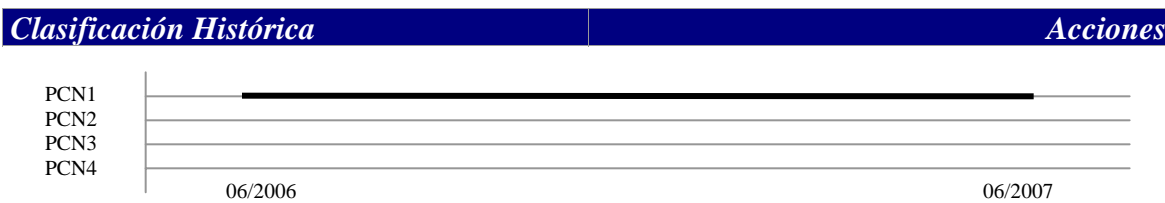
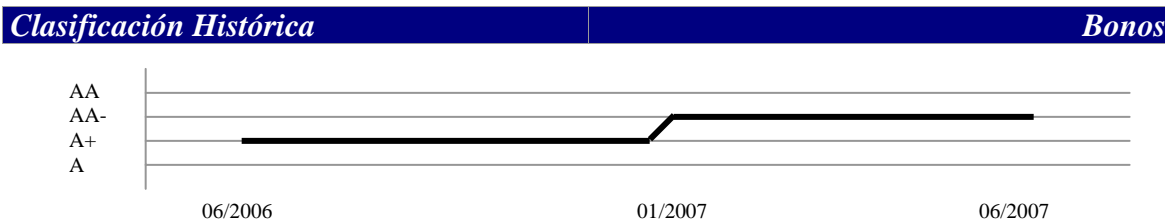


**Colbún S.A.**

**Junio 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	Alejandro Sierra M. Aldo Reyes D. Tomás Escoda C. 56-2-204 7315
Títulos Accionarios Tendencia	<b>Primera Clase Nivel 1 Estable</b>	Fax Correo Electrónico Sitio Web	56-2-223 4937 <a href="mailto:ratings@humphreys.cl">ratings@humphreys.cl</a> <a href="http://www.humphreys.cl">www.humphreys.cl</a>
EEFF base	31 de marzo de 2007	Tipo de Reseña	Informe Anual

<b>Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda</b>	
Bono Serie C	N° 234 de 13.10.00
Línea de bonos a 30 años	N° 499 de 10.04.07
Serie F	Primera Emisión
Línea de bonos a 10 años	N° 500 de 10.04.07
Serie E	Primera Emisión



<b>Estado de Resultados Consolidado</b>					
<b>Cifras en Miles de \$ a Marzo de 2007</b>	<b>Año 2003</b>	<b>Año 2004</b>	<b>Año 2005</b>	<b>Año 2006</b>	<b>Marzo 2007</b>
Ingreso Operacional	192.606.313	229.236.070	270.395.676	400.145.131	118.112.797
Costo Explotación	-100.721.576	-146.110.492	-180.624.981	-212.042.612	-98.053.997
Gasto Admin. y Venta	-6.060.944	-6.227.723	-8.066.354	-7.853.663	-2.123.592
Resultado Operacional	85.823.793	76.897.855	81.704.342	180.248.856	17.935.208
Resultado No Operacional	19.407.422	11.148.848	12.866.017	-15.561.827	-3.360.765
Utilidad Neta	101.215.009	81.844.857	84.506.250	146.712.666	6.995.688

<b>Balance General Consolidado</b>					
<b>Cifras en Miles de \$ a Marzo de 2007</b>	<b>Año 2003</b>	<b>Año 2004</b>	<b>Año 2005</b>	<b>Año 2006</b>	<b>Marzo 2007</b>
Activo Circulante	73.886.651	88.291.809	161.672.206	273.554.817	290.792.967
Activo Fijo	962.362.785	973.745.845	1.406.007.065	1.403.178.938	1.402.106.859
Otros Activos	31.090.356	32.870.251	42.032.751	55.894.771	59.996.917
<b>Total Activos</b>	<b>1.067.339.792</b>	<b>1.094.907.905</b>	<b>1.609.712.022</b>	<b>1.732.628.527</b>	<b>1.752.896.743</b>
Pasivo Circulante	105.979.743	116.318.370	152.823.650	101.170.967	118.849.880
Pasivo Largo Plazo	279.684.706	240.111.680	314.554.462	372.472.564	367.671.998
Interés Minoritario	0	0	5.352.610	6.173.328	6.988.268
Patrimonio	681.675.343	738.477.854	1.136.981.300	1.252.811.668	1.259.386.597
<b>Total Pasivos</b>	<b>1.067.339.792</b>	<b>1.094.907.905</b>	<b>1.609.712.022</b>	<b>1.732.628.527</b>	<b>1.752.896.743</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 2.434,2 MW operando tanto con plantas hidroeléctricas como térmicas.

Las fortalezas de la Colbún S.A. que sirven como fundamentos para su clasificación 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) inestabilidad 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.

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.

Si bien las perspectivas de la compañía podrían verse afectada en los próximos dos años 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; por otra parte, para enfrentar el corto plazo el emisor dispone de una alta liquidez no teniendo vencimientos de bonos superiores a los US\$ 10 millones en los próximos tres años. A ello se debe sumar que la empresa presenta un expedito acceso a las fuentes de financiamiento.

En el mediano plazo la clasificación de riesgo de los títulos podría verse mejorada en la medida que se atenúen los riesgos de suministros de las plantas de gas natural y se reduzca el endeudamiento relativo de la compañía.

Para la mantención de la clasificación en el futuro se hace necesario que la empresa adecue 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.

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 28% 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 termoeléctricas (gas natural y diesel) con capacidad 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 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.

*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.

*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.

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 2.355 MW, de los cuales Colbún dispondrá de unos 1.000 MW.

La compañía es la segunda generadora más importante dentro del Sistema Interconectado Central (SIC), con una participación del 28% en términos de capacidad instalada. El consumo de esta zona presentó 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:

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

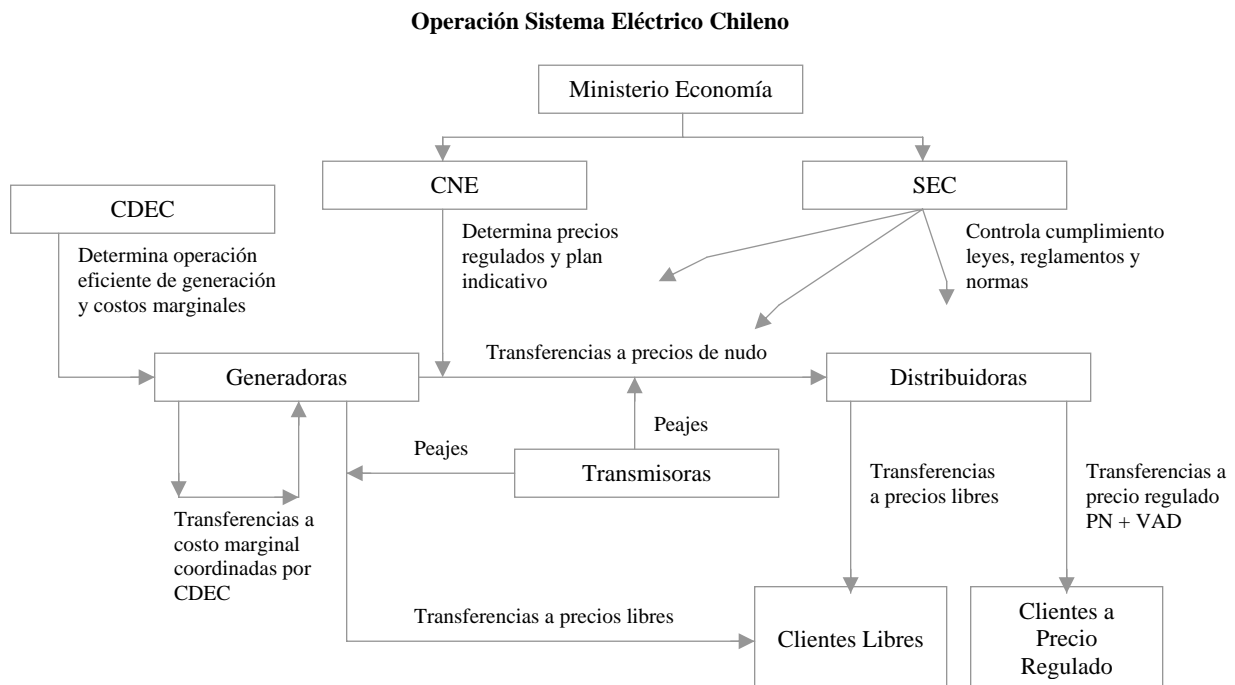
- *Sistema Interconectado Central (SIC)*: desde Taltal hasta la Décima Región. Operan 20 empresas. La generación es aproximadamente 60% hidroeléctrica y 40% termoeléctrica. En este sistema opera Colbún S.A.
- *Sistema de Aysén*: Una sola empresa (EDELAYSEN S.A.) realiza las actividades de generación,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



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

## **Cientes**

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 Colbún a diciembre de 2006.

### **- Clientes del mercado Spot**

El mercado Spot es el mercado de transferencia de energía entre las generadoras del sistema (Endesa, Colbún, 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 2.434,2 MW

### Centrales de generación hidroeléctrica

NOMBRE	REGIÓN	TIPO	POTENCIA MAXIMA (MW)
Colbún	VII	Embalse	478
Machicura	VII	Embalse	95
Canutillar	X	Embalse	172
Rucúe	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
Quilleco	VIII	Pasada	70

Las centrales de generación hidroeléctricas suman una capacidad de 1.197,8 MW

La fusión con Cnelca 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 Neuenco 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 Neuenco 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. Fue diseñada con una potencia instalada de 70 MW. Su operación comercial está prevista para abril de 2007. Entró en funcionamiento a fines de Mayo de 2007.
- *Hornitos*: En la V Región, aprovecha las aguas de los ríos Juncal y Juncalillo. Fue diseñada con una potencia instalada de 55 MW. Su operación comercial está prevista para septiembre de 2007.
- *Chiburgo*: En la VII Región, aprovecha las aguas del río Maule. Fue 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
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
<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
Ene – Mar	799	729	203	428	2.159
Abr – Jun	1.127	621	497	161	2.406
Jul – Sep	1.569	543	-	199	2.311
Oct – Dic	1.970	729	3	176	2.879
<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 entrarían 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.

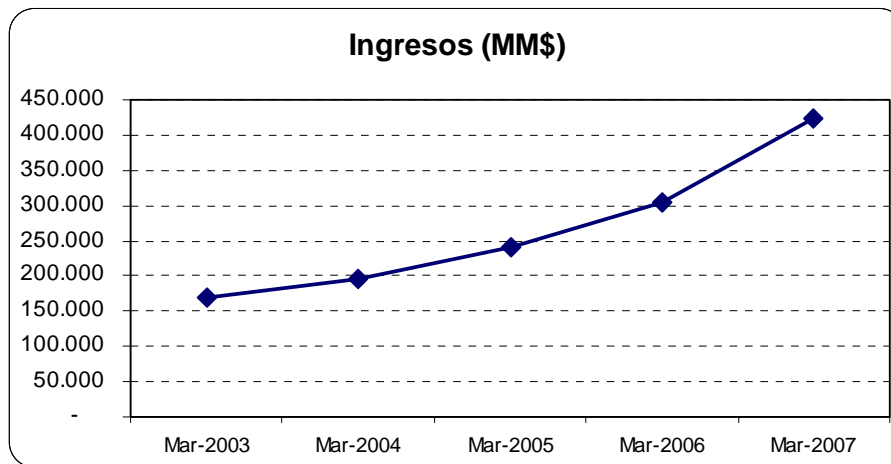
---

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

El resultado de explotación del 2006, fue un 120,6% superior al del año 2005 (resultados a diciembre), llegando a \$ 180.249 millones. A marzo de 2007, el resultado de explotación fue de \$ 17.935 millones, un 53,7% menor al registrado en marzo de 2006.

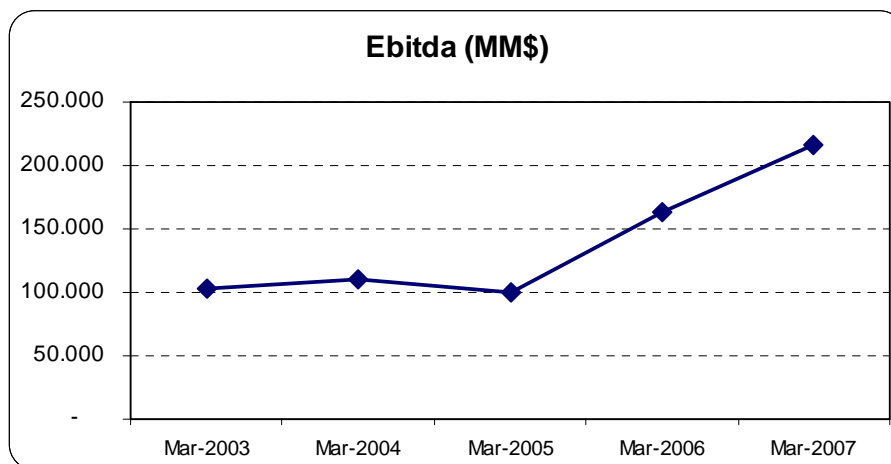
Las Ventas del año 2006 aumentaron 48% con relación a las del año 2005, llegando a \$ 400.145 millones. A marzo de 2007 las ventas alcanzaron un valor de \$ 118.113 millones, un 26,4% mayor a lo registrado en marzo de 2006.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución en ventas de la empresa:



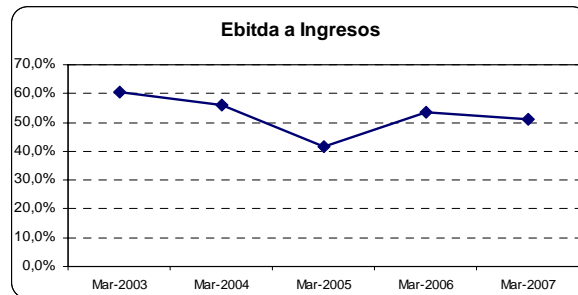
Por su parte, el Ebitda de la Empresa a diciembre de 2006 fue de \$ 236.937 millones, un 96,6% mayor a lo registrado hasta diciembre de 2005. A marzo de 2007, el Ebitda fue de \$ 32.003 millones, un 39,5% por debajo de lo registrado a marzo de 2006.

El siguiente gráfico muestra el Ebitda móvil de la empresa a marzo de cada año:



<sup>1</sup> Todas las cifras posteriores en moneda a marzo de 2007. Los gráficos en años móviles.

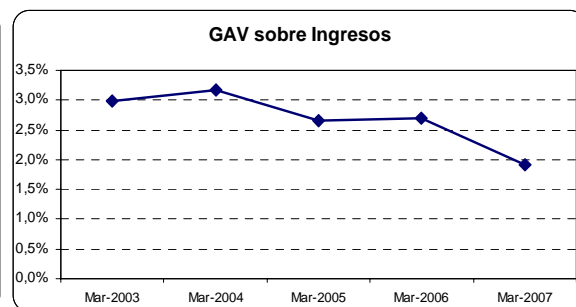
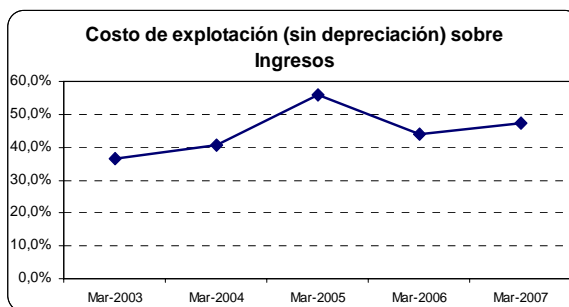
En el gráfico de la derecha podemos apreciar la evolución de la relación Ebitda sobre Ingresos de la compañía. Como se aprecia, en los últimos dos años la empresa ha tendido a recuperar su generación de Ebitda en relación con su generación de ingresos. El indicador para el año móvil terminado a marzo de 2007 asciende a 50,9%, una disminución con respecto a marzo de 2006 donde el indicador fue de 53,5%.



En cuanto a los costos de explotación y los gastos de administración y ventas (GAV), estos han seguido distintos patrones a lo largo de los últimos años.

La relación Costos de Explotación (sin incluir la depreciación) sobre Ingresos se había mantenido constante, pero en el último año ha aumentado básicamente por los mayores costos asociados al Gas Natural y a que se ha registrado una mayor producción con Diesel en las plantas termoeléctricas.

Sin embargo esto ha sido contrarrestado en parte por una fuerte baja en los Gastos de Administración y Ventas (GAV), los cuales pasaron a ser un 1,9% de los ingresos, en comparación al 2,7% que representaban en el año móvil terminado a marzo de 2006.



### *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. Solo el indicador de liquidez presenta una baja menor debido al aumento de los costos de explotación en relación a los ingresos. Sin embargo todos los demás indicadores se han fortalecido en los últimos cinco años.

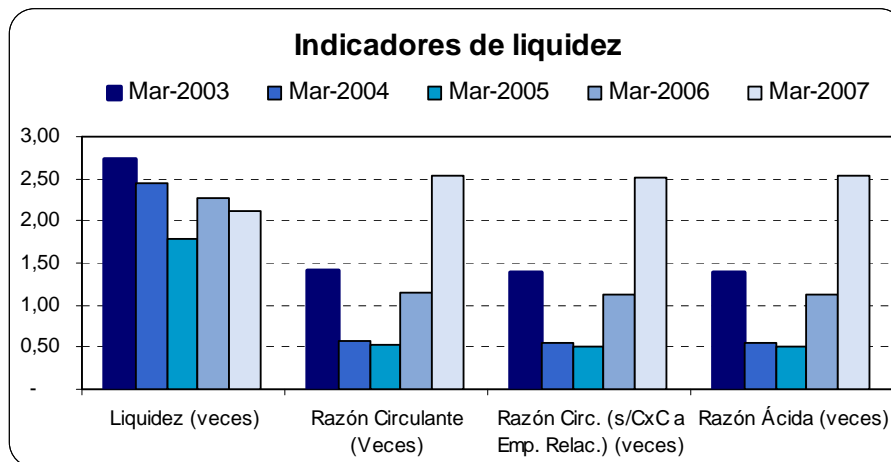
En el gráfico siguiente se muestra la evolución de los indicadores<sup>2</sup> de liquidez de la empresa para los últimos años.

<sup>2</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

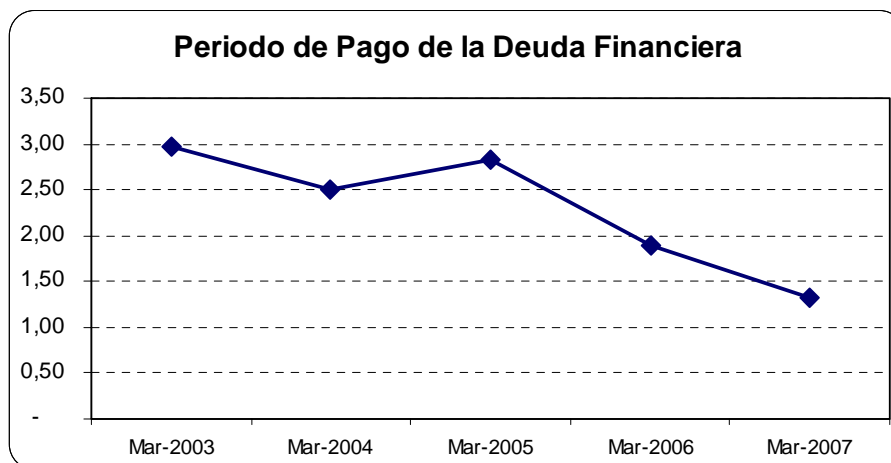
Razón Ácida = (Act. Circ. - Exist - Gtos. Pag. x Ant) / Pas.Circ.



#### *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, tanto por la mayor generación de caja de la compañía como por la disminución de la deuda.

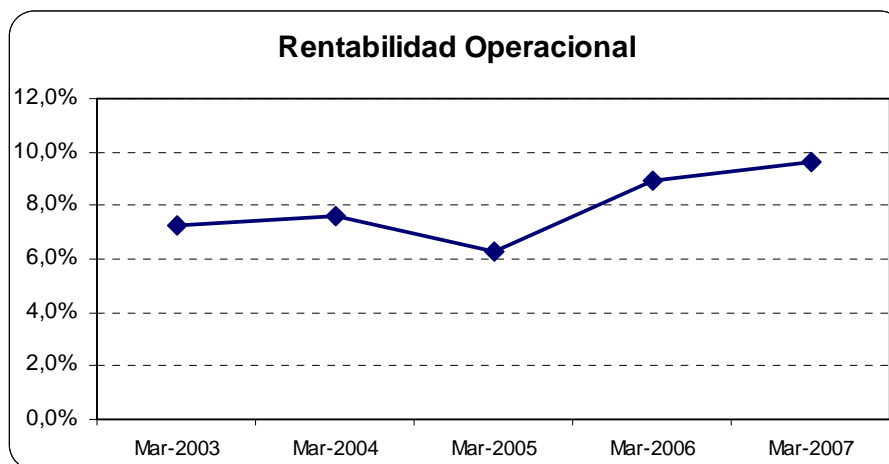
A marzo de 2007, la empresa disminuyó ligeramente en 9,1% la deuda financiera con respecto a marzo de 2006. A marzo de 2007, ésta es de \$ 282.079 millones, luego de que en marzo de 2006, la deuda alcanzara un valor de \$ 310.421 millones. En el siguiente gráfico, se observa el periodo de pago de la deuda financiera de la empresa (Deuda financiera / Ebitda).



#### *Evolución de la Rentabilidad*

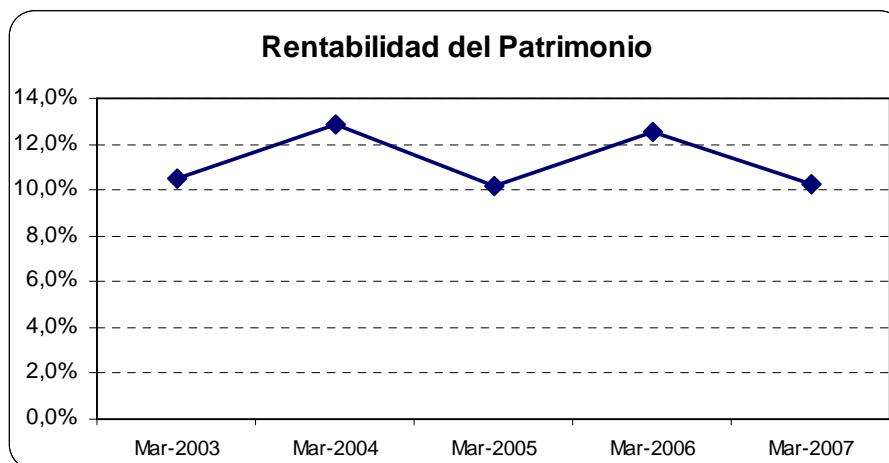
La rentabilidad operacional móvil aumenta a marzo de 2007 en comparación a marzo de 2006, debido al aumento en el resultado operacional en un 34% entre el año móvil terminado a marzo de 2006 y el año móvil terminado a marzo de 2007.

El siguiente gráfico muestra la rentabilidad operacional (Resultado operacional/Activos operacionales):



En tanto, la rentabilidad sobre patrimonio disminuyó debido a que aunque el resultado final aumentó 7,4% entre el año móvil a marzo de 2006 y el año móvil a marzo de 2007, el patrimonio aumentó aun más en un 30,7% en el mismo período.

El siguiente gráfico muestra la rentabilidad sobre patrimonio (Resultado final/Patrimonio):



## Bonos

Actualmente Colbún tiene los siguientes bonos en el mercado:

### - Serie C

- Fecha Colocación: 234, 13/10/2000
- Monto colocado: UF 2.500.000
- Tasa de carátula: 7,00% anual
- Duration: 8,85
- Vencimiento: Octubre 2021
- Valor Par (mayo 2007):

**- Línea de bonos**

- Monto línea: UF 6.000.000
- Plazo de la línea: 30 años

**- Primera Emisión (Serie F)**

- Fecha colocación: Mayo 2007
- Monto colocado: UF 6.000.000
- Tasa de carátula: 3,40%
- *Duration*: 10,92
- Vencimiento: Mayo 2028
- Valor Par (mayo 2007):

**- Línea de bonos**

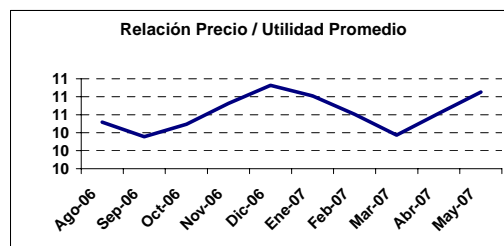
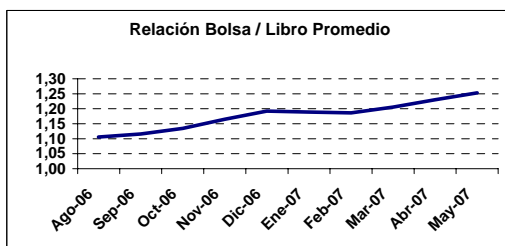
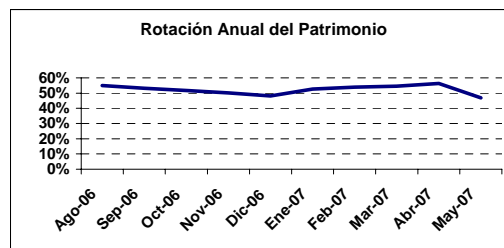
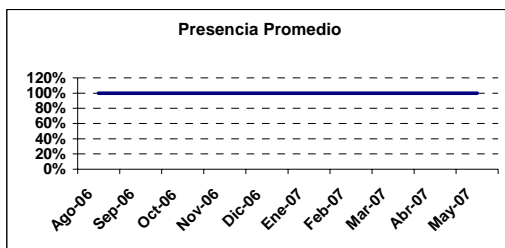
- Monto línea: UF 6.000.000
- Plazo de la línea: 10 años

**- Primera Emisión (Serie E)**

- Fecha colocación: Mayo 2007
- Monto colocado: UF 3.000.000
- Tasa de carátula: 3,20%
- *Duration*: 4,87
- Vencimiento: Mayo 2013
- Valor Par (mayo 2007):

Cabe mencionar que entre ambas líneas, el monto máximo permitido a colocar es de UF 9.000.000

**Acciones**



La presencia promedio de las acciones los últimos 12 meses alcanza a 100% a mayo de 2007. En tanto, la rotación anual del patrimonio a mayo de 2007 es de 46,8%



*“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>3</sup>

	Dic-04	Mar-05	Jun-05	Sep-05	Dic-05	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06	Mar-07
<b>1.- LIQUIDEZ</b>										
Liquidez (veces)	2,03	1,79	1,58	1,74	1,90	2,28	2,67	2,72	2,57	2,11
Razón Circulante (Veces)	0,43	0,53	0,66	0,89	0,97	1,15	1,39	1,73	2,22	2,55
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,41	0,51	0,65	0,88	0,96	1,13	1,37	1,70	2,19	2,52
Razón Ácida (veces)	0,42	0,51	0,65	0,88	0,96	1,13	1,38	1,71	2,20	2,53
Rotación de Inventarios (veces)	342,11	381,37	325,22	245,09	199,78	163,12	152,90	165,60	182,42	256,42
Promedio Días de Inventarios (días)	1,07	0,96	1,12	1,49	1,83	2,24	2,39	2,20	2,00	1,42
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	8,80	8,79	8,83	9,04	10,71	10,59	10,68	10,93	10,41	10,18
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	41,50	41,54	41,33	40,39	34,08	34,46	34,19	33,40	35,05	35,85
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	7,62	7,14	8,85	7,71	6,69	6,85	5,71	5,73	5,95	6,84
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	47,88	51,13	41,25	47,35	54,55	53,31	63,92	63,70	61,37	53,38
Diferencia de Días (días)	6,38	9,59	-0,08	6,96	20,47	18,85	29,73	30,29	26,32	17,53
Ciclo Económico (días)	-5,32	-8,63	1,20	-5,47	-18,65	-16,61	-27,34	-28,09	-24,32	-16,10
<b>2.- ENDEUDAMIENTO</b>										
Endeudamiento (veces)	0,34	0,34	0,34	0,34	0,33	0,31	0,29	0,28	0,27	0,27
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,52	0,52	0,52	0,51	0,48	0,45	0,41	0,38	0,37	0,37
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,54	0,58	0,53	0,44	0,45	0,42	0,38	0,34	0,29	0,27
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,55	2,84	3,38	2,78	2,48	1,88	1,50	1,30	1,24	1,33
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,39	0,35	0,30	0,36	0,40	0,53	0,67	0,77	0,81	0,75
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	77,1%	76,2%	76,8%	77,0%	74,1%	72,6%	69,3%	66,3%	64,6%	62,0%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	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)	5,36	4,95	4,73	6,68	6,13	8,20	9,95	10,24	9,92	9,17
<b>3.- RENTABILIDAD</b>										
Margen Bruto (%)	36,3%	30,1%	22,9%	29,4%	33,2%	41,6%	47,8%	48,8%	47,0%	39,5%
Margen Neto (%)	35,7%	30,0%	26,6%	35,6%	31,3%	38,9%	43,6%	40,5%	36,7%	30,0%
Rotación del Activo (%) *	21,6%	22,2%	22,9%	23,4%	21,8%	22,3%	22,3%	23,0%	23,9%	24,9%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	7,7%	6,7%	6,1%	8,3%	6,8%	8,7%	9,7%	9,3%	8,8%	7,5%
Rentabilidad Total del Activo (%)	7,7%	6,7%	6,1%	8,3%	6,8%	8,7%	9,7%	9,3%	8,8%	7,5%
Inversión de Capital (%)	1,40	1,38	1,36	1,33	1,30	1,26	1,22	1,18	1,15	1,13
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-3,14	-3,71	-5,71	-20,76	-80,97	16,56	7,18	4,51	3,21	2,75
Rentabilidad Operacional (%)	7,5%	6,3%	4,8%	6,5%	6,8%	8,9%	10,4%	11,0%	11,1%	9,6%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	11,7%	10,2%	9,3%	12,6%	10,1%	12,5%	13,7%	12,9%	12,1%	10,3%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	49,1%	55,8%	63,4%	57,4%	52,5%	43,9%	37,4%	36,7%	38,9%	47,3%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	63,7%	69,9%	77,1%	70,6%	66,8%	58,4%	52,2%	51,2%	53,0%	60,5%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	2,7%	2,7%	2,6%	2,7%	3,0%	2,7%	2,6%	2,3%	2,0%	1,9%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	11,0%	9,3%	7,1%	9,5%	9,8%	12,6%	14,2%	14,8%	14,8%	12,9%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos	48,2%	41,6%	34,1%	40,0%	44,6%	53,5%	60,1%	61,1%	59,2%	50,9%
<b>4.- OTROS INDICADORES</b>										
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%	6,9%	8,2%	9,6%	10,7%	10,7%	10,5%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,7%	0,9%
Capital sobre Patrimonio (%)	64,2%	63,2%	62,2%	60,7%	56,3%	52,3%	48,7%	45,7%	44,6%	43,6%

<sup>3</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)