

Colbún S.A.

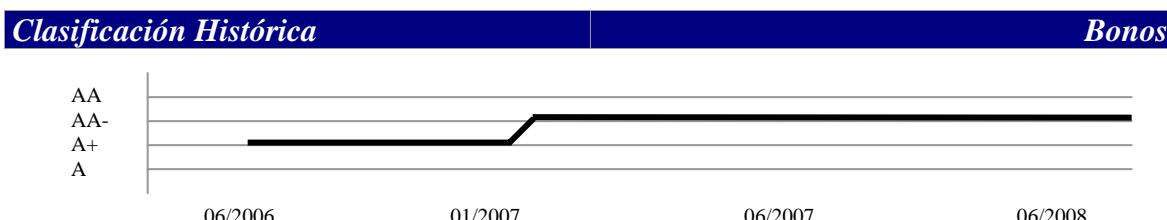
*June 2008*

## **Categoría de Riesgo y Contacto**

Categoría de Riesgo y Contacto		Contactos		
Tipo de Instrumento	Categoría			
Bonos	AA- <i>Nivel 1</i> <i>En Observación</i>	Gerente a Cargo		Aldo Reyes D.
Efectos de Comercio		Analista		Andrés Silva P.
Tendencia		Teléfono		56-2-204 7315
Clasificación Anterior		Fax		56-2-223 4937
EEFF base	31 de marzo de 2008	Correo Electrónico		<a href="mailto:ratings@humphreys.cl">ratings@humphreys.cl</a>
		Sitio Web		<a href="http://www.humphreys.cl">www.humphreys.cl</a>
				Reseña Anual

## *Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda*

Bono Serie C	Nº 234 de 13.10.00
Línea de bonos a 30 años	Nº 499 de 10.04.07
Serie F	Primera Emisión
Línea de bonos a 10 años	Nº 500 de 10.04.07
Serie E	Primera Emisión
Línea de bonos a 10 años	Nº 537 de 13.06.08
Línea de bonos a 30 años	Nº 538 de 13.06.08
Línea de Efectos de Comercio	En Proceso de Inscripción



Estado de Resultados Consolidado

Estado de Resultados Consolidado					
Cifras en Miles de \$ a Marzo de 2008	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007	Marzo 2008
Ingreso Operacional	247.737.116	292.218.607	432.439.803	610.167.254	182.902.890
Costo Exploración	-157.902.689	-195.202.753	-229.156.018	-653.953.631	-216.192.488
Gasto Admin. y Venta	-6.730.346	-8.717.368	-8.487.512	-9.340.946	-2.475.941
Resultado Operacional	83.104.080	88.298.486	194.796.272	-53.127.323	-35.765.539
Resultado No Operacional	12.048.643	13.904.399	-16.817.781	8.635.942	9.182.830
Utilidad Neta	88.450.342	91.326.529	158.553.463	-47.147.901	-23.535.384

## **Balance General Consolidado**

Cifras en Miles de \$ a Marzo de 2008	Año 2004	Año 2005	Año 2006	Año 2007	Marzo 2008
Activo Circulante	95.417.610	174.720.349	295.632.714	340.614.465	350.179.597
Activo Fijo	1.052.334.336	1.519.482.233	1.516.425.856	1.550.199.785	1.554.412.103
Otros Activos	35.523.123	45.425.104	60.405.893	76.527.148	64.739.065
<b>Total Activos</b>	<b>1.183.275.070</b>	<b>1.739.627.687</b>	<b>1.872.464.463</b>	<b>1.967.341.398</b>	<b>1.969.330.765</b>
Pasivo Circulante	125.706.123	165.157.648	109.336.212	160.787.529	180.782.300
Pasivo Largo Plazo	259.490.469	339.941.333	402.533.855	517.221.466	525.036.379
Interés Minoritario	0	5.784.605	6.671.561	6.465.990	4.498.625
Patrimonio	798.078.478	1.228.744.100	1.353.922.834	1.282.866.413	1.259.013.461
<b>Total Pasivos</b>	<b>1.183.275.070</b>	<b>1.739.627.687</b>	<b>1.872.464.463</b>	<b>1.967.341.398</b>	<b>1.969.330.765</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 2.521 MW operando tanto con plantas hidroeléctricas como térmicas.

La clasificación de los títulos de deuda de la sociedad, “*Categoría AA-*”, se fundamenta en la alta viabilidad de largo plazo de la compañía, la cual se sustenta en la relevancia del emisor como proveedor dentro de un sector clave para el desarrollo del país, como lo es el energético; y en una demanda con fuerte potencial de crecimiento y relativamente inelástica a períodos recesivos.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por la presencia de un grupo controlador de importancia en el contexto nacional y comprometido con el devenir de la sociedad. Asimismo, se considera el plan de inversión de la compañía (ya en ejecución), que contribuirá a fortalecer el *mix* de plantas productivas, y la decisión de no renovar contratos de suministros que vencen en los próximos 18 meses y, con ello, a partir del 2010 equilibrar los compromisos comerciales con su capacidad de generación a costos medios competitivos.

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 .

La evaluación efectuada reconoce que la posición compradora del emisor, para dar cumplimiento a las obligaciones comerciales en los años 2008 y 2009, exponen a la empresa a una fuerte exposición al precio *spot* de la energía eléctrica, riesgo que se acentúa por el alto precio del petróleo y el bajo nivel de los envases (situación que podría cambiar dependiendo de las lluvias para el período mayo 2008 a abril 2009). Sin embargo, la administración de Colbún está desarrollando un plan financiero que, en opinión de **Humphreys**, es realizable y permitirá a la empresa, aún bajo condiciones adversas en términos de costos de generación, cubrir adecuadamente sus necesidades de caja para el período (incluyendo inversiones programadas). En la práctica, este plan considera un aumento de capital de US\$ 400 millones, emisión de títulos de oferta pública y reestructuración de pasivos bancarios.

La perspectiva de la clasificación se califica “*En Observación*”, por cuanto se hace necesario esperar la aplicación del plan financiero de la sociedad y, en definitiva, constatar que éste se materializará oportunamente y de acuerdo con los requerimientos de la sociedad.

En el mediano plazo la clasificación de riesgo de los títulos podría verse mejorada en la medida que se reduzca significativamente el endeudamiento relativo de la compañía y, a su vez, se estime que éste se mantendrá relativamente estable en el mediano plazo.

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 el emisor concrete exitosamente su plan financiero.

## 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.

## 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 (51%) y termoeléctricas (49%) (gas natural y diesel). Asimismo existen proyectos para seguir ampliando la infraestructura y agregar plantas a carbón, que compensarán la actual inestabilidad de las centrales a gas natural. Todo esto le permite contar con un mayor grado de seguridad en el abastecimiento. Actualmente Colbún cuenta con una capacidad instalada de generación de 2.521 MW, y se encuentra en proceso de construcción la central a carbón de Coronel, la cual inyectará 350 MW de capacidad instalada adicionales a la matriz de la compañía.

**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. 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.

## 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. El efecto de este riesgo se atenúa significativamente a partir del año 2010.

**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. Adicionalmente, el volumen comprometido no se condice con la capacidad de generación de la empresa, lo que la expone fuertemente a años secos y a la volatilidad del precio *spot*. Con todo, la compañía ya ha anunciado la no renovación de compromiso por GWh 4.000, lo cual permitiría reducir razonablemente este riesgo a partir del año 2010.

**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. Esta situación podría incrementar los riesgos de sobre plazo y sobre costos asociados a los nuevos proyectos. Una situación que representa la situación 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*)

## **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, 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 2.355 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 27% en términos de capacidad instalada.

### **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 marzo de 2008, 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	35,07%
Forestal Cominco S.A.	2.071.519.296	13,96%
Antarchile S.A.	1.418.133.476	9,56%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	271.353.724	1,83%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	261.066.562	1,76%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	260.117.247	1,75%
Banco De Chile Por Cuenta de Terceros Ca	252.876.789	1,70%
Inversiones HB S.A.	238.803.627	1,61%
Cia. de Seg. Vida Consorcio Nacional de Seguros S.A.	206.392.315	1,39%
Bolsa De Comercio Stgo. Bolsa de Valores	200.624.565	1,35%
Fondo De Pensiones Cuprum A	149.016.193	1,00%
Bolsa Electrónica de Chile, Bolsa de Valores	146.896.699	0,99%
Otros Accionistas	4.157.841.454	28,03%
<b>Total</b>	<b>14.838.891.520</b>	<b>100,00%</b>

Colbún es controlada por el grupo Matte que posee directamente e indirectamente el 49% 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 9,56% de las acciones por parte de AntarChile.

### **Antecedentes del Mercado**

#### **El sector eléctrico chileno**

El sector eléctrico chileno está 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**

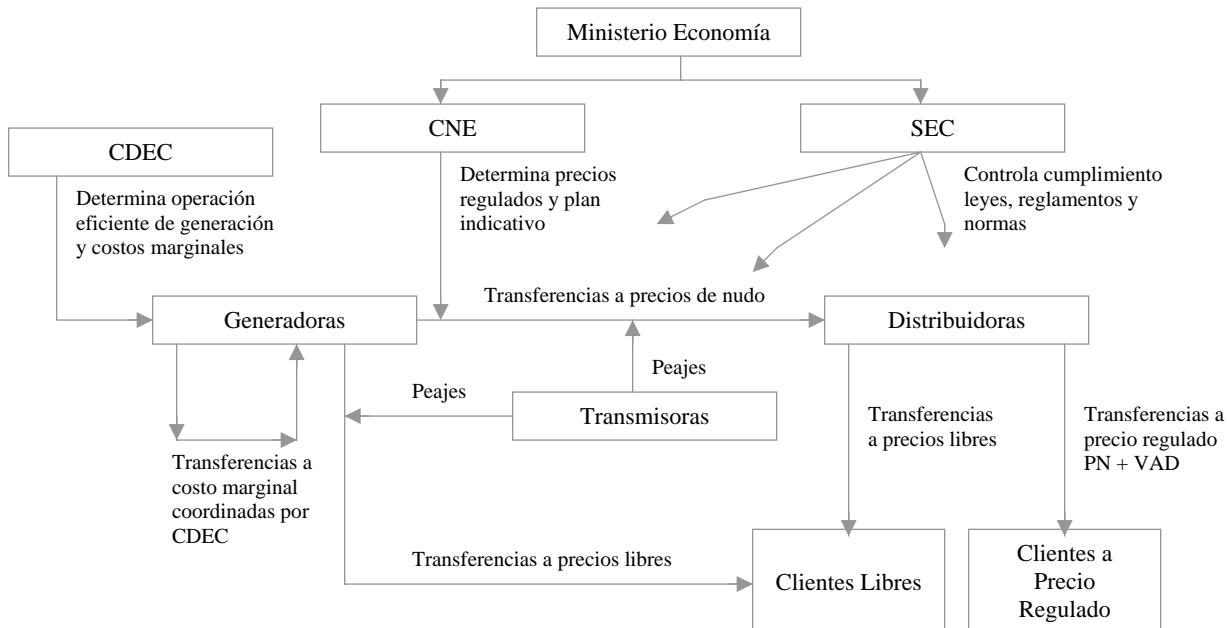
Este sector está conformado por las empresas que transportan la energía producida por las compañías generadoras, a través de sistemas de transmisión construidos previa concesión respectiva, hasta las empresas

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 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 55% de las ventas de Colbún a diciembre de 2007.

#### - 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 44% de las ventas de Colbún a diciembre de 2007.

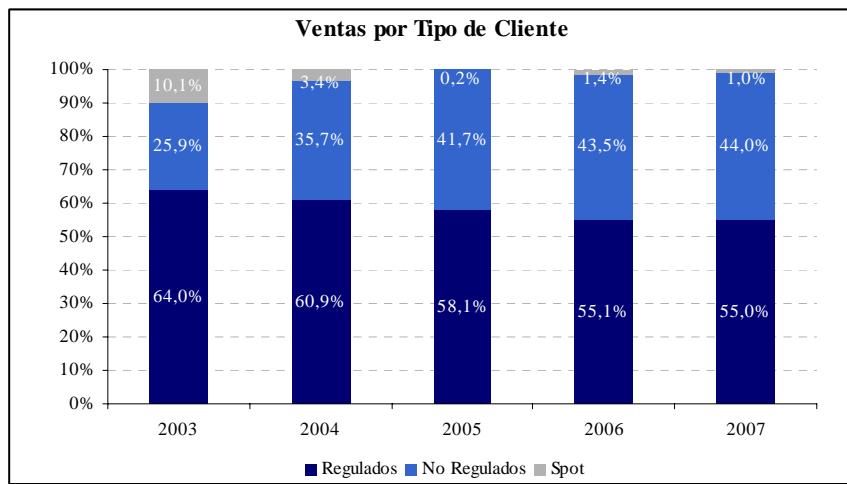
#### - Clientes del mercado *Spot*

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. Durante 2007 las ventas de energía en el mercado *Spot* representaron el 1% para Colbún; no obstante sus compras fueron el 16,6% en relación a su producción propia.

A continuación se presenta como ha sido la evolución del *mix* de negocio de la compañía en términos porcentuales por tipo de cliente:



#### **Activos**

Colbún tiene entre sus principales activos veinte centrales de generación y 729 kms. de líneas de transmisión. La capacidad total de las centrales es de 2.521 MW

---

### Centrales de generación hidroeléctrica

---

Nombre	Tipo	Potencia Máxima (MW)
Colbún	Embalse	480
Canutillar	Embalse	170
Machicura	Embalse	90
Rucué	Pasada	170
Complejo Aconcagua	Pasada	193
Quillenco	Pasada	70
San Ignacio	Pasada	37
Chiburgo	Pasada	20
Hornitos	Pasada	55

Las centrales de generación hidroeléctricas suman una capacidad de 1.285 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	370
Nehuenco II	V	Gas Natural / Diesel	390
Nehuenco III	V	Gas Natural / Diesel	108
Candelaria	VI	Gas Natural / Diesel	254
Antilhue	X	Diesel	101

Las centrales de generación térmica suman una capacidad de 1.223 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 S.A. está maximizar las compras de gas, y también operar con *diesel* cuando sea necesario. 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 significativamente. 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 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.

## Producción

La producción del año 2007 fue (en GWh):

Trimestre	Hidráulica	Térmica Gas	Térmica Diesel	Compras CDEC	TOTAL
Ene – Mar	1878	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
<b>TOTAL</b>	<b>6.283</b>	<b>1.009</b>	<b>4.216</b>	<b>1.911</b>	<b>13.418</b>

En tanto que la producción el año 2006 había sido:

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 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.

## Inversiones

Colbún tiene una cartera de proyectos de generación de electricidad que se construirán durante los próximos años. En primer lugar cabe mencionarla la actual construcción del proyecto Coronel en la VIII Región. Este proyecto consiste en la puesta en servicio de dos unidades de generación con una capacidad de 350 MW., la cual funcionará a carbón. Además existen dos proyectos hidroeléctricos, la central hidroeléctrica San Pedro de 144 Mw de capacidad, el cual se encuentra en tramitación ambiental, y la central hidroeléctrica Angostura de que inyectará en torno a 300 Mw a la matriz productiva de la compañía, proyecto que se encuentra en etapa de ingeniería, elaboración del estudio de impacto ambiental y presentación a la comunidad.

Los proyectos anteriormente mencionados representan un plan de inversiones en torno a los US\$ 1.500 millones, y se espera que las plantas entren en ejecución no antes del año 2010

Además, la compañía posee derechos de agua en las regiones V, VII y X región principalmente, 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.

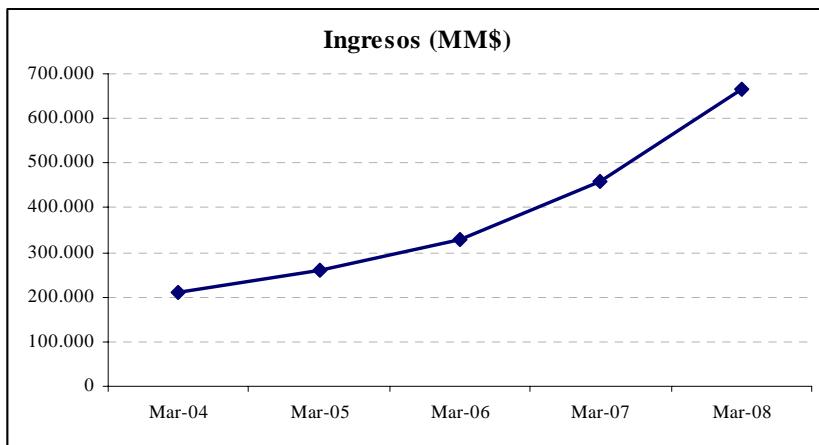
En el año 2006 Colbún suscribió su parte en el aumento de capital de la sociedad Centrales Hidráulicas de Aysén S.A., aumento de capital que tuvo por objeto dotar a esta sociedad de los recursos necesarios para financiar los estudios preliminares requeridos por el proyecto.

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

El resultado de explotación del 2007, fue un 127% menor al del año 2006 (resultados a diciembre), presentando una pérdida de \$ 53.127 millones. A marzo de 2008, el resultado de explotación fue de -\$ 35.766 millones.

Las Ventas del año 2007 aumentaron 41% con relación a las del año 2006, llegando a \$ 610.167 millones. A marzo de 2008 las ventas alcanzaron un valor de \$ 182.903 millones, 44,9% mayor a lo registrado en marzo de 2007.

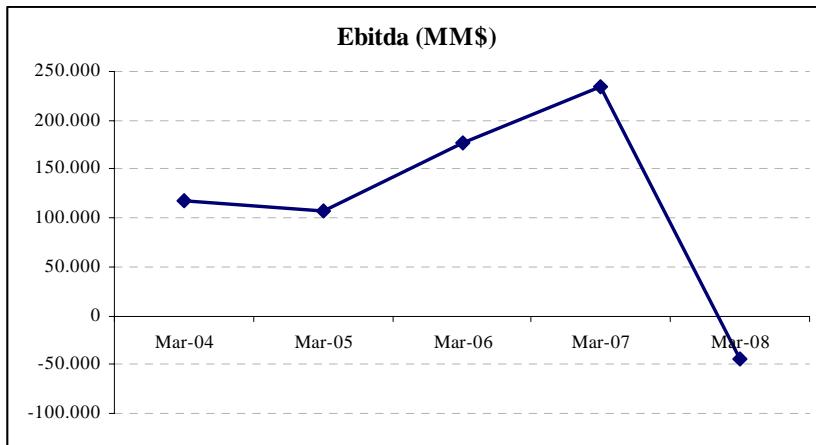
En el siguiente gráfico se muestra la evolución en ventas de la empresa:



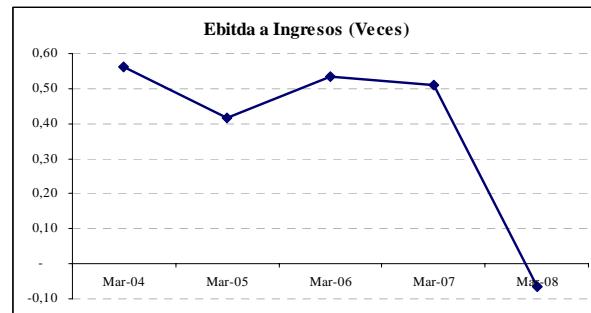
Por su parte, el Ebitda de la Empresa a diciembre de 2007 fue de \$ 9.932 millones, 96% menor a lo registrado hasta diciembre de 2006. Por su parte, a marzo de 2008, la compañía registra un Ebitda negativo por \$ 43.999 millones, 118,8% por debajo de lo registrado a marzo de 2007.

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 2008. Los gráficos en años móviles.



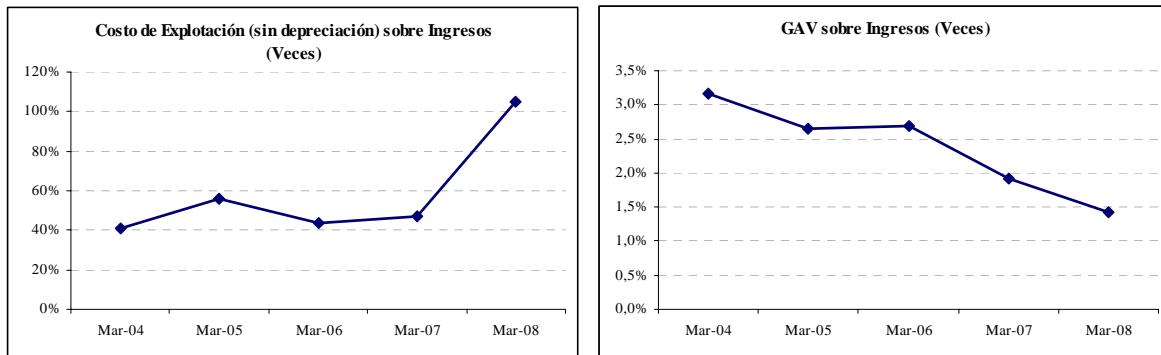
En el gráfico de la derecha podemos apreciar la evolución de la relación Ebitda sobre Ingresos de la compañía. Como se aprecia en el último periodo está afectado por los altos costos que enfrenta la compañía, acompañado del siniestro sufrido por la central Nehuenco II, lo que obligó a comprar más energía en el mercado *Spot* para cumplir con los compromisos de venta actuales de Colbún.



En cuanto a los costos de explotación y los gastos de administración y ventas (GAV), éstos 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 en torno al 50%, pero en el último año ha aumentado básicamente por los mayores costos asociados al *diesel* y por las compras en el mercado *Spot*, superando así los Costos a los Ingresos a marzo de 2008.

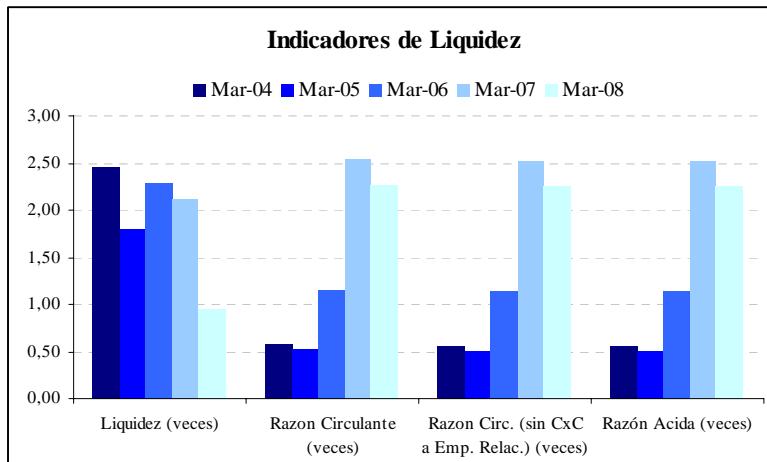
Sin embargo, esto ha sido contrarrestado en parte por una fuerte baja en los Gastos de Administración y Ventas (GAV), los cuales pasaron a ser un 1,4% de los ingresos, en comparación al 1,9% que representaban en el año móvil terminado a marzo de 2007.



### Evolución de la Liquidez Financiera

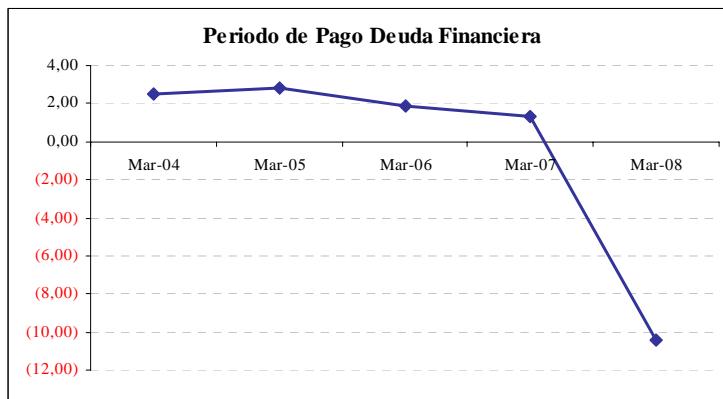
En general la empresa, en el pasado, ha mantenido buenos indicadores de liquidez. Segundo los últimos balances disponibles, el indicador de liquidez (ver definición en pie de página) presenta una baja debido al aumento de los costos de explotación en relación con los ingresos.

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



### Evolución del Endeudamiento Financiero

El endeudamiento relativo de Colbún – medido como la relación entre su pasivo financiero y el Ebitda de la sociedad – había estado disminuyendo, tanto por la mayor generación de caja de la compañía como por la disminución de la deuda. Sin embargo, debido a que el último periodo se registró un Ebitda negativo, el índice presenta un menor comportamiento. Asimismo la deuda financiera de la compañía aumentó en 47% durante los últimos doce meses, mostrando a marzo de 2008 una cifra de \$ 457.333 millones en comparación con los \$ 310.389 millones registrados a marzo de 2007. En el siguiente gráfico, se observa el periodo de pago de la deuda financiera de la empresa (Deuda financiera / Ebitda).



<sup>2</sup> Liquidez = Ing. x Vtas. / (Cto. De Vtas. – Depreciación)

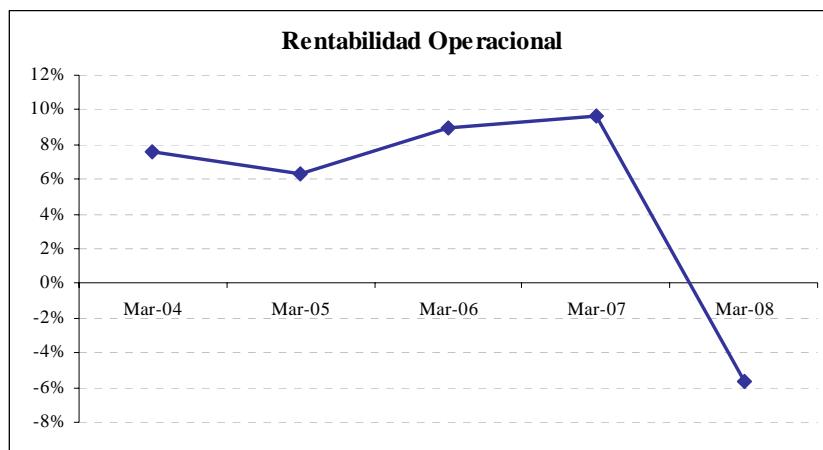
Razón Circulante = Act. Circ. / Pas. Circ

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

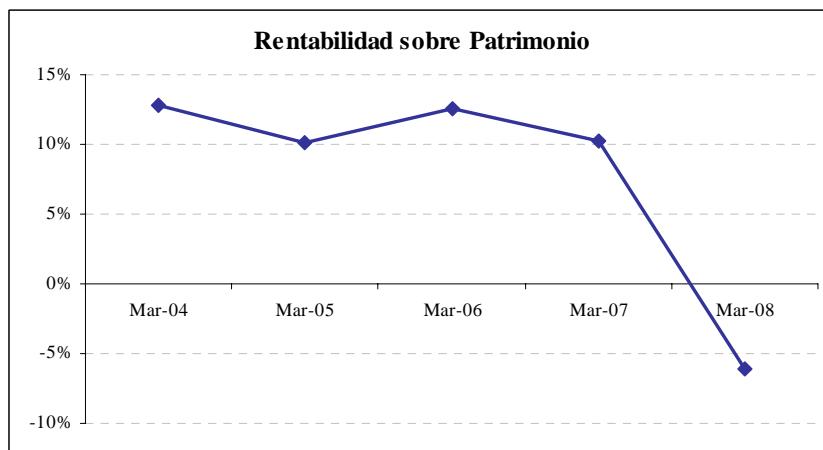
Razón Acida = (Act. Circ. – Exist – Gtos. Pag. x Ant) / Pas.Circ.

#### *Evolución de la Rentabilidad*

La rentabilidad operacional móvil disminuyó a marzo de 2008 en comparación a marzo de 2007, debido al resultado operacional negativo de la compañía. El siguiente gráfico muestra la rentabilidad operacional (Resultado operacional/Activos operacionales):



Asimismo, la rentabilidad del patrimonio disminuyó producto de la utilidad negativa registrada por la compañía a marzo de 2008. En la práctica la disminución durante los últimos doce meses alcanzó un 158,9%. A continuación se presenta la evolución de la rentabilidad sobre el patrimonio para los últimos cinco años:



*"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-05	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06	Mar-07	Jun-07	Sep-07	Dic-07	Mar-08
<b>1.- LIQUIDEZ</b>										
Liquidez (veces)	1,90	2,28	2,67	2,72	2,57	2,11	1,55	1,16	1,03	0,95
Razón Circulante (Veces)	0,97	1,15	1,39	1,73	2,22	2,55	2,68	2,55	2,41	2,28
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,96	1,13	1,37	1,70	2,19	2,52	2,66	2,54	2,40	2,26
Razón Ácida (veces)	0,96	1,13	1,38	1,71	2,20	2,53	2,66	2,53	2,39	2,25
Rotación de Inventarios (veces)	199,78	163,12	152,90	165,60	182,42	256,42	281,80	262,64	225,09	208,66
Promedio Días de Inventarios (días)	1,83	2,24	2,39	2,20	2,00	1,42	1,30	1,39	1,62	1,75
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	10,71	10,59	10,68	10,93	10,41	10,18	9,31	8,00	6,87	6,00
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	34,08	34,46	34,19	33,40	35,05	35,85	39,19	45,63	53,13	60,85
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	6,69	6,85	5,71	5,73	5,95	6,84	7,21	8,38	9,50	9,44
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	54,55	53,31	63,92	63,70	61,37	53,38	50,61	43,57	38,41	38,65
Diferencia de Días (días)	20,47	18,85	29,73	30,29	26,32	17,53	11,42	-2,06	-14,72	-22,20
Ciclo Económico (días)	-18,65	-16,61	-27,34	-28,09	-24,32	-16,10	-10,13	3,45	16,35	23,95
<b>2.- ENDEUDAMIENTO</b>										
Endeudamiento (veces)	0,33	0,31	0,29	0,28	0,27	0,27	0,29	0,31	0,33	0,35
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,48	0,45	0,41	0,38	0,37	0,37	0,42	0,46	0,50	0,54
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,45	0,42	0,38	0,34	0,29	0,27	0,29	0,30	0,31	0,31
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,48	1,88	1,50	1,30	1,24	1,33	2,05	5,65	42,20	-10,39
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,40	0,53	0,67	0,77	0,81	0,75	0,49	0,18	0,02	-0,10
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	74,1%	72,6%	69,3%	66,3%	64,6%	62,0%	61,9%	62,4%	63,9%	65,2%
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)	6,13	8,20	9,95	10,24	9,92	9,17	5,59	0,16	-2,44	-4,43
<b>3.- RENTABILIDAD</b>										
Margen Bruto (%)	33,2%	41,6%	47,8%	48,8%	47,0%	39,5%	23,3%	2,7%	-7,2%	-14,8%
Margen Neto (%)	31,3%	38,9%	43,6%	40,5%	36,7%	30,0%	16,6%	-0,8%	-7,7%	-11,8%
Rotación del Activo (%) *	21,8%	22,3%	22,3%	23,0%	23,9%	24,9%	26,2%	28,4%	30,9%	33,4%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	6,8%	8,7%	9,7%	9,3%	8,8%	7,5%	4,4%	-0,2%	-2,4%	-3,9%
Rentabilidad Total del Activo (%)	6,8%	8,7%	9,7%	9,3%	8,8%	7,5%	4,4%	-0,2%	-2,4%	-3,9%
Inversión de Capital (%)	1,30	1,26	1,22	1,18	1,15	1,13	1,12	1,14	1,16	1,19
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-80,97	16,56	7,18	4,51	3,21	2,75	2,37	2,52	2,80	3,11
Rentabilidad Operacional (%)	6,8%	8,9%	10,4%	11,0%	11,1%	9,6%	5,8%	0,3%	-2,8%	-5,6%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	10,1%	12,5%	13,7%	12,9%	12,1%	10,3%	6,2%	-0,3%	-3,6%	-6,1%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	52,5%	43,9%	37,4%	36,7%	38,9%	47,3%	64,5%	86,2%	97,0%	105,3%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	66,8%	58,4%	52,2%	51,2%	53,0%	60,5%	76,7%	97,3%	107,2%	114,8%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	3,0%	2,7%	2,6%	2,3%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,5%	1,4%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	9,8%	12,6%	14,2%	14,8%	14,8%	12,9%	8,0%	0,4%	-4,0%	-8,4%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos	44,6%	53,5%	60,1%	61,1%	59,2%	50,9%	33,8%	12,2%	1,6%	-6,6%
<b>4.- OTROS INDICADORES</b>										
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	6,9%	8,2%	9,6%	10,7%	10,7%	9,5%	9,3%	8,6%	8,1%	7,6%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%
Capital sobre Patrimonio (%)	56,3%	52,3%	48,7%	45,7%	44,6%	43,6%	43,1%	43,2%	43,7%	44,5%

<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)