

Colbún S.A.

Mayo 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos Tendencia	AA- En Observación	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax Correo Electrónico Sitio Web	Aldo Reyes D. Andrés Silva P. 56-2-433 5200 56-2-433 5201 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	31 de diciembre de 2008	Tipo de Reseña	Nueva Emisión

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de Bonos a 30 años	En Proceso de Inscripción
Línea de Bonos a 10 años	En Proceso de Inscripción

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

Balance General Consolidado *					
M \$ a Dic-2008	Dic-2004	Dic-2005	Dic-2006	Dic-2007	Dic-2008
Activo Circulante	103.049.202	188.741.059	319.313.018	367.894.177	663.191.512
Activo Fijo	1.136.501.045	1.641.415.483	1.637.892.199	1.674.354.829	1.724.440.850
Otros Activos	38.364.297	49.070.314	65.244.430	82.656.185	175.943.447
Total Activos	1.277.914.544	1.879.226.856	2.022.449.646	2.124.905.191	2.563.575.809
Pasivo Circulante	135.760.219	178.410.985	118.094.088	173.664.955	137.795.666
Pasivo Largo Plazo	280.244.765	367.220.462	434.776.984	558.645.581	805.691.651
Interés Minoritario	0	6.248.800	7.205.956	6.983.850	6.464.447
Patrimonio	861.909.560	1.327.346.610	1.462.372.617	1.385.610.806	1.613.624.045
Total Pasivos	1.277.914.544	1.879.226.856	2.022.449.646	2.124.905.191	2.563.575.809

* No se consideran reclasificaciones de cuentas

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Colbun S.A. es una empresa del sector eléctrico -principalmente generación-, que opera en el Sistema Interconectado Central. Su capacidad de producción asciende a 2.515 MW operando tanto con plantas hidroeléctricas como térmicas.

La clasificación de los nuevos títulos de deuda de la sociedad en “*Categoría AA-*” se fundamenta principalmente en el hecho que la compañía posee una sólida posición competitiva dentro del SIC, con una participación de mercado en términos de capacidad instalada en torno al 27%, lo que la ubica como el segundo actor en importancia a nivel nacional. Lo anterior se encuentra favorecido además por el adecuado *mix* de plantas generadoras con que cuenta Colbún, las cuales se dividen en Hidroeléctricas y Termoeléctricas con capacidades similares. Es importante destacar que las centrales poseen la flexibilidad de generar tanto a través de gas natural como con *diesel*.

Humphreys considera además en la clasificación de la compañía, la alta viabilidad de largo plazo que posee su negocio al participar dentro de una industria en que la demanda es creciente y relativamente inelástica en épocas de crisis, con un crecimiento en torno al 5% durante los últimos diez años (el PIB en promedio solo un 3% para el mismo periodo), y con consumos *per cápita* por debajo del que presentan países con similar Producto Interno.

La clasificación de la compañía además considera el perfil de deuda de la misma, el que si bien ha ido en aumento, durante los últimos periodos, mantiene un nivel reducido de pagos anuales, que permiten estimar una baja probabilidad de *default* incluso en situaciones de *stress* como la que vive actualmente Colbún. Lo anterior es complementado con la existencia de un grupo controlador de alta solvencia (Matte), el cual ha demostrado apoyo al proyecto, entendiendo que la situación actual tiene carácter de transitorio.

Dentro de los factores que restringen la clasificación de riesgo, son la exposición de la compañía a mayores costos de producción debido a la falta de abastecimiento de gas natural por parte de Argentina, lo que se ha visto atenuado por la disminución del precio del petróleo, que impacta directamente el costo de generar energía con las plantas de *diesel*. Además la compañía enfrenta el riesgo de posibles años en que se presenten bajas precipitaciones. Lo anterior es

relevante dado que el costo de producir energía a través de *diesel* es cerca de 1,5 mayor que hacerlo con gas natural (hace un año la relación era 3,5).

Por otra parte, uno de los riesgos fundamentales que enfrenta actualmente la compañía es su posición compradora dentro del mercado energético, dado que los embalses presentaron en el último periodo baja cantidad de deshielos, lo que limita la generación a través de centrales hidroeléctricas como consecuencia de las bajas cotas que alcanzan sus embalses. Lo anterior hace que la compañía deba salir al mercado a comprar energía a un precio marginal elevado, superando incluso el precio de venta estipulado en sus contratos con clientes libres, lo que generó durante el 2008 un resultado operacional negativo.

Adicionalmente, la compañía se enfrenta al riesgo inherente de pertenecer a una industria en la que sus precios de venta se encuentran regulados, junto con enfrentar exigencias medioambientales. Además de lo anterior, dentro del mercado eléctrico chileno existe una alta competencia, con posibilidades de intensificarse en un futuro, lo que conlleva riesgos asociados a la mayor presión sobre los márgenes.

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

Si bien las perspectivas de la compañía podrían verse afectada en los próximos 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. A ello se debe sumar que la empresa presenta un expedito acceso a las fuentes de financiamiento, incluso en ambiente de alta incertidumbre económica.

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.

Definición Categoría de Riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

Oportunidades y Fortalezas

Sólida Posición Competitiva: Con 27% de la capacidad instalada del Sistema Interconectado Central (SIC), Colbún se consolida como la segunda generadora más importante de su mercado relevante. Asimismo, el plan de inversiones (US\$ 1.500 millones, que corresponden a proyectos por 810 MW) de la empresa permite presumir que ésta, al menos en el mediano plazo, mantendrá su importancia dentro del SIC.

Infraestructura Adecuada: Combina centrales hidroeléctricas (50,4%) y termoeléctricas (49,6%) -gas natural y diesel-. 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. Actualmente Colbún cuenta con una capacidad instalada de generación de 2.515 MW, y se encuentra en proceso de construcción la central a carbón Santa María I, la cual inyectará 350 MW de capacidad instalada adicionales a la matriz de la compañía, y entraría en operaciones finalizado el año 2010.

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

Fortaleza de la Demanda: Dado el carácter de imprescindible de la energía, su consumo es relativamente inelástico en las épocas de crisis. Por otra parte, en períodos de crecimiento

económico la demanda se incrementa a tasas superiores a las observadas para el producto interno bruto. Asimismo, el consumo *per cápita* en Chile en relación a su Producto Interno Bruto (PIB), se encuentra por debajo de países con PIB similares, lo que representa un importante potencial de crecimiento.

Perfil de la Deuda: La compañía ha reestructurado el vencimiento de sus obligaciones financieras de manera que los principales desembolsos ocurran con posterioridad al año 2009, 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.

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

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

Riesgos en Regulación Medioambiental: La tendencia mundial ha conllevado a criterios cada vez más estrictos en materias medioambientales. En particular la inversión tanto de plantas hidroeléctricas como térmicas, sin perjuicios de sus beneficios sociales, tiende a ser cuestionada

por diversos sectores por sus repercusiones en el medio ambiente. Esta situación podría incrementar los riesgos de sobre plazo y sobre costos asociados a los nuevos proyectos. Una situación que representa 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).

Cifras Relevantes

El año 2008, la empresa generó ingresos de explotación por \$ 723.788 millones (alrededor de US\$ 1.140 millones), lo que representó un aumento real de 9,8% con respecto al año anterior.

En el mismo período el costo de explotación de la compañía ascendió a \$ 643.606 millones, lo que significa una disminución real de 8,9% en relación con el año 2007 y representaron el 89% de los ingresos del ejercicio implicando una mejora en el margen del negocio (la relación fue de 107% en 2007).

Los gastos de administración y ventas de la compañía alcanzaron a \$ 12.658 millones, registrando un aumento de 25%. En términos relativos, los gastos de administración y ventas ascendieron al 1,7% de los ingresos de explotación (1,5% el 2007).

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

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

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

Características de las nuevas emisiones

Las nuevas emisiones constan de dos líneas de bonos a 10 y 30 años. Lo importante es destacar que en conjunto las tres emisiones solo pueden alcanzar un monto máximo de UF 7 millones, los cuales serán empleados principalmente en el pago de pasivo financiero de corto plazo. No obstante lo anterior, la compañía ha manifestado su intención de mantener estas líneas como alternativa de financiamiento, por lo que no necesariamente se emitirán deuda en el corto plazo con cargo a dichas líneas. **Humphreys** utilizó como supuesto que el 70% de la eventual nueva emisión se destinaría a la amortización de actuales pasivos, no obstante también se analizaron las implicancias de otras alternativas de porcentaje a prepagar.

En términos de perfil de pago, tasas de interés y moneda de la nueva deuda, éstas se definirán en las respectivas Escrituras Complementarias de cada emisión.

“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: Indicadores¹

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

¹ 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