



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Verónica Vargas M.  
Tel. (56-2) 433 5200  
veronica.vargas@humphreys.cl

## Colbún S.A.

Junio 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos y líneas de bonos Efectos de Comercio Acciones	<b>AA- Nivel 1/AA- Primera Clase Nivel 1</b>
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2013

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie C	N° 234 de 13.10.2000
Línea de Bonos a 30 años	N° 499 de 10.04.2007
Serie F	Primera emisión
Línea de Bonos a 10 años	N° 500 de 10.04.2007
Línea de Bonos a 10 años	N° 537 de 13.06.2008
Serie G	Primera Emisión
Serie H	Primera Emisión
Línea de Bonos a 30 años	N° 538 de 13.06.2008
Serie I	Primera Emisión
Línea de Bonos a 10 años	N° 600 de 14.08.2009
Línea de Bonos a 30 años	N° 601 de 14.08.2009
Línea de Efectos de Comercio	N° 30 de 10.07.2008

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2009	2010	2011	2012	Ene-Mar 2012	Ene-Mar 2013
Ingresos totales	1.159.282	1.024.243	1.332.776	1.408.756	361.090	366.962
Materias primas y consumibles	-774.420	-633.455	-1.061.381	-1.047.391	-316.275	-256.571
Gasto por beneficio a empleados	-33.553	-37.626	-45.732	-55.865	-12.082	-14.982
Gastos por depreciación y amortización	-121.845	-124.039	-124.643	-136.048	-31.142	-40.407
Otros gastos por naturaleza	-14.697	-22.121	-20.951	-21.650	-5.288	-6.203
Resultado operacional	214.767	207.002	80.069	147.802	-3.697	48.799
Costos financieros	-51.177	-49.135	-27.718	-32.541	-4.565	-15.217
Utilidad del ejercicio	239.123	115.893	5.203	48.810	9.209	24.414
EBITDA	336.612	331.041	204.712	283.850	27.445	89.206

Balance General Consolidado IFRS					
M US\$	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-mar-13
Activos corrientes	969.024	1.088.849	771.220	788.630	638.706
Efectivo y equivalentes	484.748	554.522	295.826	217.740	237.574
Activos no corrientes	4.471.479	4.675.033	4.848.281	5.214.774	5.363.129
<b>Total activos</b>	<b>5.440.503</b>	<b>5.763.882</b>	<b>5.619.501</b>	<b>6.003.404</b>	<b>6.001.835</b>
Pasivos corrientes	318.934	334.022	338.948	550.790	552.498
Pasivos no corrientes	1.676.720	1.926.944	1.818.311	1.939.832	1.908.056
Total pasivos	1.995.654	2.260.966	2.157.259	2.490.622	2.460.554
Patrimonio	3.444.849	3.502.916	3.462.242	3.512.782	3.541.281
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>5.440.503</b>	<b>5.763.882</b>	<b>5.619.501</b>	<b>6.003.404</b>	<b>6.001.835</b>
Deuda financiera	1.257.179	1.568.862	1.493.616	1.722.939	1.713.408

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Colbún S.A.** es una empresa del sector eléctrico -principalmente generación-, que opera en el Sistema Interconectado Central (SIC) de Chile. Su capacidad instalada de generación asciende a 2.962 MW, operando tanto con plantas hidroeléctricas como térmicas.

En 2012 la empresa generó ingresos anuales del orden de los US\$ 1.408,8 millones, con un EBITDA de US\$ 283,9 millones, generando en el año 11.568 GWh, vendidos a distribuidoras y clientes libres del SIC. Su deuda financiera al 31 de marzo de 2013 ascendía a US\$ 1.713,4 millones. El primer trimestre de 2013 la empresa obtuvo un EBITDA de US\$ 89,2 millones, versus US\$ 27,4 millones en igual lapso de 2012, mostrando un aumento de 225%.

La clasificación de los títulos de deuda de la sociedad en "*Categoría AA-*" se fundamenta principalmente en que la compañía posee una sólida posición competitiva dentro del SIC, con una participación de mercado en términos de capacidad instalada en torno al 20%, lo que la ubica como el tercer actor en importancia en el SIC y la convierte en un actor relevante para el desarrollo económico del país (dada la relevancia de la energía en los procesos productivos). Lo anterior se ve favorecido, además, por el adecuado *mix* de plantas generadoras de **Colbún**, las que se dividen, por capacidad instalada, en hidroeléctricas (43%) y termoeléctricas (57%), y por los activos en operación a carbón e hidroeléctricos que le aseguran mantener a futuro un lugar relevante y competitivo en este sector productivo.

Asimismo, **Humphreys** considera en la clasificación la alta viabilidad de largo plazo que posee su negocio, al participar en una industria donde la demanda es creciente y relativamente inelástica en épocas de crisis, con la excepción del período 2008-2009 cuando la contracción económica y las campañas de ahorro energético

frenaron la demanda. Cabe agregar que el consumo *per cápita* está debajo del que presentan los países con mayor desarrollo, lo que constituye un indicativo del potencial de crecimiento.

Lo anterior se complementa con la existencia de un grupo controlador de alta solvencia (la familia Matte), que ha demostrado su apoyo al negocio con la inyección de nuevos recursos en un escenario que entendieron como transitorio (situación vivida en el bienio 2007-2008, cuando el resultado operacional de la empresa fue negativo). Asimismo, la firma ha incorporado criterios comerciales y financieros más conservadores, que disminuyen el riesgo del negocio a través de lineamientos que apuntan a la minimización de la variabilidad de sus flujos, principalmente mediante una política de suscripción de contratos que consideran como escenario base un año medio a seco para la producción de sus plantas hidráulicas, más el aporte de la central a carbón, y una política de mantención de reservas monetarias para absorber eventuales resultados negativos.

La clasificación de riesgo incorpora el hecho que la deuda financiera de la compañía está financiando activos de una extensa vida útil, como lo son las centrales eléctricas. Según datos a marzo, de 2013, el pasivo financiero de la compañía representa el 35% de las propiedades plantas y equipos.

Dentro de los factores que restringen la clasificación de riesgo está la exposición de la compañía a variaciones en sus costos de producción, ya sea por la eventualidad de períodos en que la generación de sus activos hídricos se vea mermada por la escasez de agua (como en los últimos tres años), o por mayores costos de los combustibles *diesel*, gas natural y carbón. Con todo, se reconoce que la política conservadora de contratación permite atenuar en buena parte dichos riesgos, en particular por la aplicación de una estrategia de precios indexados a la estructura de costos de su parque energético de largo plazo.

Adicionalmente, la compañía se enfrenta al riesgo inherente de pertenecer a una industria que afronta regulaciones en distintos aspectos, entre ellos exigencias medioambientales, en frecuente discusión. Además de lo anterior, dentro del mercado eléctrico chileno existe una alta competencia, que incluso puede intensificarse a futuro, lo que conlleva riesgos asociados a la mayor presión sobre los márgenes y a la posibilidad de asegurarse contratos de suministro con empresas distribuidoras, aunque se reconoce que en la actualidad las obligaciones con distribuidoras son a largo plazo, con vencimientos posteriores a 2020.

Finalmente, debe considerarse que para una empresa como **Colbún**, con importantes proyectos de generación en desarrollo, el riesgo de construcción de las centrales puede transformarse en un factor relevante a la hora de determinar sus flujos de caja, en particular si el inicio de la vigencia de nuevos contratos de suministro no coincide con la entrada en funcionamiento de dichas plantas por demora de éstas.

La perspectiva de la clasificación de los bonos y efectos de comercio se califica como "*Estable*", por cuanto en el mediano plazo no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

La clasificación de los títulos accionarios en "*Primera Clase Nivel 1*" se justifica por la adecuada solvencia asignada al emisor, y por la alta presencia en bolsa de los títulos accionarios, la que se ha ubicado en 100% en todos los meses del último año bajo análisis. Asimismo, esta categoría se califica "*Estable*", principalmente porque no se esperan cambios relevantes ni en la solvencia ni en la presencia promedio del instrumento de la compañía.

En el mediano plazo la clasificación de riesgo de los títulos de deuda podría mejorar en la medida que se reduzca en forma importante y permanente el endeudamiento de la compañía en relación con su capacidad de flujo de caja.

Para la mantención de la clasificación es necesario que la empresa sostenga su política conservadora en la suscripción de contratos, especialmente a la luz de las plantas de generación que se encuentran en desarrollo. Asimismo, se espera que los planes de inversión del emisor no lleven a un aumento significativo en los niveles de deuda relativa, ni se deteriore el perfil de pago de las obligaciones.

Por otra parte, es importante que la empresa logre reflejar en sus estados de resultado su capacidad de generación de flujos de largo plazo y que éstos no se vean continuamente afectados por situaciones particulares (por ejemplo, retraso en entrada de centrales, siniestros u otros); en caso contrario, la clasificación deberá revisarse a la baja.

En términos de la clasificación de las acciones, para mantener la categoría asignada se requiere sostener la clasificación de solvencia y que los títulos conserven su elevada presencia bursátil.

#### Resumen Fundamentos Clasificación

##### Fortalezas centrales

- Operador imprescindible en la generación del SIC.
- Activos de larga vida útil

##### Fortalezas complementarias

- Fortaleza de la demanda, consumo inelástico en época de crisis y creciente dado el desarrollo económico del país.
- Adecuada combinación de centrales y plantas generadoras

##### Fortalezas de apoyo

- Experiencia y apoyo del grupo controlador.
- Acceso a fuentes de financiamiento

##### Riesgos considerados

- Inestabilidad del suministro hídrico (riesgo permanente, pero susceptible de acotar)
- Cambios regulatorios (riesgo permanente, con impacto moderado dada la institucionalidad chilena).
- Ingreso de nuevos operadores al mercado y/o nuevos proyectos (riesgo de frecuencia e impacto moderado).
- Riesgo de construcción (riesgo susceptible de ser administrado y acotado).

## Hechos recientes

### Resultados 2012

En 2012 la empresa generó ingresos de explotación por US\$ 1.409 millones, lo que representó un aumento de 5,7% respecto de 2011. Por su parte, el total de costos y gastos de 2012 ascendió a US\$ 1.261 millones, incrementándose en 0,7%, principalmente por la entrada en operación de la central termoeléctrica Santa María I, que permitió cumplir los compromisos comerciales con generación propia y no incurrir en mayores costos al comprar energía en el mercado *spot*, como ocurrió en 2011.

La utilidad de 2012 alcanzó a US\$ 49 millones, expandiéndose 838,1% producto de lo señalado en el párrafo anterior. Por su parte, el resultado operacional también experimentó un alza llegando a US\$ 148 millones, 84,6% más alto respecto del año anterior. Con respecto al EBITDA, éste aumentó 38,7%, hasta US\$ 284 millones, al igual que el margen EBITDA a ingresos que pasó de 15% a 20%.

### Resultados primer trimestre 2013

En el primer cuarto de 2013 los ingresos de la empresa llegaron a US\$ 367 millones, aumentando en 1,6% con respecto a igual lapso de 2011, producto de un mayor volumen de las ventas físicas (aumento de 5% hasta 3.081 GWh), principalmente por el crecimiento en el consumo de los clientes regulados y la energía vendida a otras generadoras. En contraposición, los costos mostraron una disminución de 18,9%, llegando a US\$ 257 millones, entre otras cosas, por el incremento en la generación con carbón de la central Santa María I y acuerdos de suministros de gas natural con mejores condiciones, los que permitieron controlar el costo de los insumos. Como consecuencia, el resultado operacional fue una utilidad de US\$ 49 millones (pérdida de US\$ 4 millones en el primer trimestre de 2012). El EBITDA del período, en tanto, alcanzó a US\$ 89 millones, con un incremento de 225,0%.

### Eventos recientes

El 14 de Marzo del año en curso, la central térmica de Ciclo Combinado Nehuenco II presentó una salida no programada producto de una avería que causó daños principalmente en la turbina de gas. Las labores de reparación consisten en el reemplazo del rotor y compresor, contemplándose un plazo de ejecución de 145 días contados a partir del 01 de Abril de 2013. Cabe señalar que la compañía cuenta con seguros que cubren tanto el daño físico como la pérdida de beneficio, con deducibles estándares. Por otro lado, el gas natural contratado para la operación de la unidad se ha redireccionado a la central de ciclo abierto Candelaria.

El 7 de mayo de 2013 se dictó la sentencia respecto del juicio que **Colbún** mantenía con las compañías aseguradoras Chilena Consolidada Seguros Generales S.A., Penta Security S.A. y Mapfre Compañía de Seguros Generales S.A., en relación a la póliza que amparaba el incendio que sufrió la Central Nehuenco I en septiembre de 2007. El fallo condenó a las compañías mencionadas al pago de US\$ 62,5 millones al emisor.

## Definición de categorías 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.

Signo (-): Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Categoría Nivel 1

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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.

## Primera Clase Nivel 1

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una excelente combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

## Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Sólida posición competitiva:** Con el 20,2% de la capacidad instalada del SIC, **Colbún** se consolida como la tercera generadora más importante de su mercado relevante. Asimismo, el plan de inversiones de la empresa considerando la central Santa María I, que inició operaciones en agosto de 2012, y Angostura, que entraría en funcionamiento a fines de 2013, permite presumir que, al menos en el mediano plazo, mantendrá su importancia dentro del sistema, lo que se verá reforzado por el hecho de que las plantas en desarrollo corresponden a centrales hidroeléctricas, y por lo tanto de costos competitivos.

**Infraestructura adecuada:** La capacidad instalada de la empresa combina centrales hidroeléctricas (43%) y termoeléctricas (57%, a gas natural, carbón y/o *diesel*). Asimismo, existen proyectos para seguir ampliando la infraestructura y poder agregar plantas a carbón e hidroeléctricas, las que, además de potenciar el desarrollo de la empresa, compensarían la menor estabilidad comparativa de las centrales a gas natural y el mayor costo de generación de las plantas que usan *diesel* (menos competitivas en el SIC). Actualmente, **Colbún** cuenta con una capacidad instalada de generación de 2.962 MW, la que se elevaría a 3.278 MW con la nueva instalación de Angostura. Además, cabe agregar, que la capacidad instalada se distribuye en siete plantas térmicas y quince centrales hidroeléctricas, ubicadas entre las regiones V y XIV.

**Calidad de la propiedad:** La empresa es controlada por el grupo Matte, conglomerado de larga trayectoria y uno de los más sólidos del país en términos financieros. Entre sus empresas destacan CMPC (compite en los rubros papeles y celulosa), Minera Valparaíso y Bicecorp (controladora del banco Bice y otras sociedades del ámbito financiero). La inserción a un grupo empresarial de reconocida solvencia, favorece el acceso a financiamiento de la compañía.

**Fortaleza de la demanda:** Dado el carácter imprescindible de la energía, su consumo es bastante inelástico en las épocas de crisis. Por otra parte, en períodos de crecimiento económico la demanda sigue la misma tendencia observada para el Producto Interno Bruto (PIB). Asimismo, el consumo *per cápita* en Chile se encuentra por debajo de países con PIB más elevado, lo que representa un importante potencial de crecimiento. Durante los últimos cinco años, tanto la demanda eléctrica como el PIB han exhibido crecimientos en torno al 4,0% anual.

## Factores de riesgo

**Inestabilidad del suministro hídrico y del precio de insumos:** Un 43% de la capacidad instalada de la empresa corresponde a plantas de generación hidroeléctrica, las que están sujetas a la variabilidad de los regímenes de lluvias de las distintas cuencas en que se ubican, y que por lo tanto afectan los niveles de producción de la empresa. Esto repercute en los costos de generación de **Colbún**, por cuanto tal pérdida de generación debe ser compensada con plantas térmicas de mayores costos marginales (el costo marginal de las hídricas tiende a cero), afectando así los flujos de caja. Por otra parte, las restricciones de abastecimiento de gas natural, sumado al alto costo de operar las plantas con *diesel* y a las variaciones en el precio de este combustible, repercuten adicionalmente en la rentabilidad de la empresa. Además, con la entrada en funcionamiento de la planta Santa María I, la empresa está expuesta a las variaciones del precio del carbón. Con todo, se reconoce que la estrategia de contratación de la empresa, basada en la generación de las instalaciones hidroeléctricas en un año medio a seco y la capacidad de Santa María I, sumada a la política de indexación de precios-costos, constituyen un respaldo ante los años secos y elevan la competitividad de la empresa, disminuyendo su dependencia del mercado *spot* del SIC y de la generación térmica a gas natural y *diesel*.

**Cambios 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 figura el cálculo de los peajes de transmisión, además de las multas que pueden aplicar los organismos fiscalizadores. Adicionalmente, la Ley 20.257 sobre Energías Renovables no Convencionales establece que al menos un 5% de la energía vendida por contratos provenga de ese tipo de plantas generadoras, lo que obliga a desarrollar proyectos que permitan cumplir la normativa o comprar a otras empresas el derecho. Finalmente, están los riesgos asociados a la tramitación de los nuevos proyectos, que pueden extender los plazos de construcción más allá de lo planificado. Con todo, se valora que tanto la ley como las autoridades del sector tienden a la aplicación de criterios técnicos para el normal funcionamiento de la industria y se ha avanzado hacia normativas que fomentan la estabilidad del mercado eléctrico (leyes cortas I y II). El riesgo regulatorio se hace extensivo a las medidas medioambientales, que han mostrado criterios cada vez más estrictos, así como a la posibilidad de modificaciones a los mecanismos de aprobación de nuevas inversiones, todo lo cual podría incrementar los riesgos de sobre plazo y sobre costos asociados a los nuevos proyectos.

**Nivel de competencia de la industria:** El sector de generación eléctrica se ha caracterizado por presentar elevados niveles de competencia, los que podrían aumentar de concretarse el ingreso de nuevos operadores al mercado y/o al desarrollarse nuevos proyectos de bajo costo variable por parte de las empresas ya existentes. Esta competencia se ha incrementado producto de la entrada en vigencia de la Ley Corta II, que establece que las distribuidoras de energía deben licitar el suministro eléctrico que necesitan, lo que obliga a las empresas generadoras a ofrecer precios competitivos para asegurarse contratos.

**Riesgo de construcción:** El desarrollo de nuevas centrales de generación lleva implícito el riesgo de extensión en los plazos de construcción previstos y de sobre costo en los montos destinados como inversión para su concreción. El sobre plazo en el término de los proyectos puede tener un efecto directo en los resultados de la empresa, en particular si se suscriben contratos (con posterioridad a 2007) de suministro asociados a su capacidad de generación. Lo anterior obliga a tener una política más conservadora en relación



a las expectativas sobre los períodos de término de ejecución de los nuevos activos, lo cual puede tener consecuencias sobre la participación en licitaciones de suministro y en la suscripción de nuevos contratos.

## Antecedentes generales

### Descripción del negocio

La creación de la empresa 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** dejó de ser una empresa filial de Corfo, adquiriendo su nombre actual.

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 de generación hídrica y térmica pertenecientes a Cenelca S.A., y el conjunto de centrales de generación hidráulica de propiedad de Hidroeléctrica Guardia Vieja S.A., de propiedad de Hidroeléctrica Cenelca S.A. Con esta operación el grupo Matte se convierte en el controlador de la sociedad.

### Propiedad

El capital de la sociedad está compuesto por 17.536.167.720 títulos accionarios. Al 31 de marzo de 2013 la propiedad del emisor se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	Porcentaje de la propiedad
Minera Valparaíso S.A.	35,17%
Forestal Cominco S.A.	14,00%
Antarchile S.A.	9,58%
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	2,72%
Banco de Chile por cuenta de terceros	2,55%
Fondo de Pensiones Provida C	1,93%
Fondo de Pensiones Habitat C	1,87%
Banco Santander - JP Morgan	1,58%
Fondo de Pensiones Capital C	1,53%
Fondo de Pensiones Habitat B	1,43%
Fondo de Pensiones Habitat A	1,43%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	1,38%
Otros	24,83%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

**Colbún** es controlada por el grupo Matte, que posee directa e indirectamente el 49,2% de la sociedad a través de Minera Valparaíso S.A. y Forestal Cominco S.A., eligiendo a la mayoría de los directores. En mayo de 2006 el grupo Angelini (controlador de Empresas Copec S.A.) ingresó a la propiedad a través de Antarchile S.A., adquiriendo el 9,6% de las acciones en circulación, porcentaje que mantiene en la actualidad.

El directorio de la empresa está formado por nueve miembros:

Cargo	Nombre
Presidente	Bernardo Larraín Matte
Vicepresidente	Luis Gazitúa Achondo
Director	Eliodoro Matte Larraín
Director	Bernardo Matte Larraín
Director	Juan Hurtado Vicuña
Director	Vivianne Blanlot Soza
Director	Sergio Undurraga Saavedra
Director	Arturo Mackenna Iñiguez
Director	Eduardo Navarro Beltrán

Las gerencias y divisiones están encabezadas por los siguientes gerentes:

Gerencia	Titular	Fecha Nombramiento
Gerente General	Ignacio Cruz Zabala	26-04-2012
Gerente Legal	Rodrigo Pérez Stiepovic	01-12-2007
Gerente de Desarrollo Sustentable	Nicolás Cubillos Sigal	18-03-2013
Gerente División de Negocios y Gestión de Energía	Juan Vásquez Moya	01-07-2008
Gerente División de Generación	Mauricio Cabello Cádiz	01-10-2012
Gerente División de Ingeniería y Proyectos	Eduardo Lauer Rodríguez	01-11-2010
Gerente de Finanzas y Administración	Cristián Morales Jaureguiberry	03-09-2008
Gerente de Auditoría Interna	Juan Andrés Morel Fuenzalida	01-10-2012
Gerente de Seguridad y Salud Ocupacional	Javier Canturias Bozzo	01-10-2012

## Antecedentes de la industria

El sector eléctrico chileno está claramente diferenciado en tres sub-sectores:

### 1. Generación

Se organiza en torno a cuatro grandes redes:

- Sistema Interconectado del Norte Grande (SING): Abarca las regiones de Arica-Parinacota, Tarapacá y Antofagasta. Consta de seis empresas principales. La generación es casi 100% termoeléctrica, con una capacidad instalada que alcanzaba a 4.585 MW en 2012.
- Sistema Interconectado Central (SIC): Desde Taltal (Región de Atacama) hasta la Región de los Lagos, con una capacidad instalada de 13.633 MW, dividida en 55% térmico, 43% hídrico y 2% eólico, aunque en un año pluviométrico normal, es la generación hidroeléctrica la que realiza el mayor aporte en GWh. Operan alrededor de 20 empresas. En este sistema participa **Colbún S.A.**
- Sistema de Aysén: Una sola empresa (EDELAYSEN S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. El sistema cuenta con 50,5 MW de potencia instalada y la generación es 55% termoeléctrica, 41% hidroeléctrica y 4% eólica.
- Sistema de Magallanes: Una sola empresa (EDEL MAG S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución, en cuatro subsistemas (Punta Arenas, Puerto Natales, Puerto Williams y Puerto Porvenir). La generación es 100% termoeléctrica (gas y *diesel*), y cuenta con 99MW de potencia instalada.

### 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 y clientes libres a los cuales suministran. 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 mediante licitaciones públicas, con el fin de venderla a los consumidores ubicados en su área de concesión. Los precios regulados a clientes finales corresponden a la suma del precio de la energía más el valor agregado de distribución (VAD).

## Clientes

En el mercado relevante para las generadoras existen tres clases de clientes:

### Clientes regulados

Conformado por las compañías distribuidoras. Para los clientes regulados el precio ("precio de nudo de largo plazo") es establecido a través de licitaciones en las que participan las generadoras, de la que resultan contratos cuya duración no puede exceder los quince años. Los clientes libres cuya potencia conectada esté entre 0,5 MW y 2 MW (generalmente industrias) pueden elegir entre un régimen de cliente regulado (y comprar su energía a distribuidoras) o de cliente libre y negociar directamente con generadoras. Las

distribuidoras (que abastecen a clientes regulados, hogares y empresas) representaron aproximadamente el 52,7% de los ingresos totales de **Colbún** en 2012.

Entre 2010 y 2011 comenzaron a regir para **Colbún** varios contratos de suministro eléctrico con las distribuidoras Chilectra, CGE Distribución y SAESA, los que fueron adjudicados a la compañía luego de procesos de licitación. Cabe recordar que la ley establece que las distribuidoras deben usar este método para procurarse la energía necesaria para abastecer a sus clientes. Tales compromisos significarán que **Colbún** venda al año y en régimen cerca de 6.200 GWh fijos y alrededor de 580 GWh variables. Además, contemplan la venta a precios conocidos e indexados mediante distintas modalidades, lo que implica un menor riesgo por variaciones de costos en relación a contratos firmados en el pasado y que significaron déficit en algunos períodos para la empresa. De esta manera, la indexación de precios de contratos de suministro eléctrico se ha ido transformando en una constante en los contratos de provisión energética de largo plazo (más allá de que el atraso de la central Santa María I obligó al emisor recurrir al mercado *spot*).

### **Clientes libres**

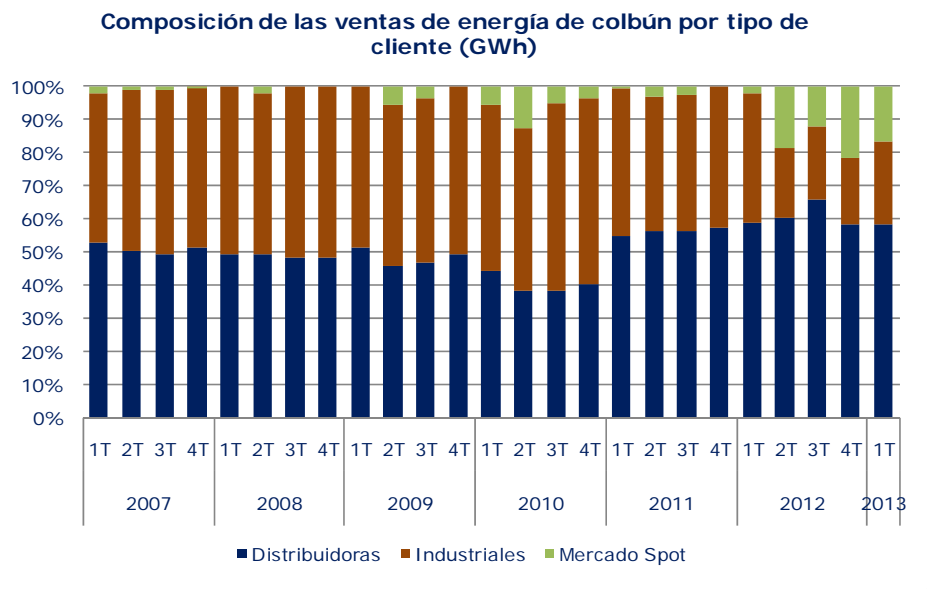
Los clientes libres son aquellos con consumos superiores a 2 MW y que convienen libremente sus precios mediante contratos con sus proveedores. Con el objetivo de ampliar el mercado de los clientes libres, la ley N° 19.940, publicada el 13 de marzo de 2004, facultó a los usuarios de potencia conectada superior a 0,5 MW e inferior a 2 MW a optar entre un régimen de tarifa regulada o uno de precios libres, por un período mínimo de cuatro años de permanencia en cada régimen. En 2012 los clientes industriales de precio no regulado con contratos de largo plazo representaron en torno al 18,5% de los ingresos del emisor. Como mencionáramos, **Colbún** acordó en 2009 contratos por 4.000 GWh anuales con Codelco, cliente libre, lo que le permitirá estabilizar aún más su nivel de ventas y por un período de tiempo extenso, 2.500 GWh entraron en vigencia en marzo de 2013 y los restantes 1.500 GWh lo harán en enero de 2015.

### **Clientes del mercado *spot***

El mercado *spot* es el vehículo de transferencia de energía entre las generadoras del sistema (Endesa, Colbún, AES Gener, etc.). Está destinado a suplir el déficit de producción, bajo el supuesto de que son las empresas generadoras más eficientes, en términos de costo marginal, las que producen en el SIC o el SING en cada momento, para una determinada demanda. El Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC-SIC) coordina la entrada de centrales de acuerdo a su costo marginal. El precio en este mercado corresponde al costo marginal del sistema, el cual, a su vez, es el costo variable de producción de la última central que entra a despachar a través del CDEC. La central que se encuentre entregando energía al *spot* depende fundamentalmente de la condición hidrológica del momento, puesto que en años secos la menor producción de las centrales hidroeléctricas es suplida por termoeléctricas, generalmente a *diesel*, con un costo mayor.

A continuación se presenta como ha sido la evolución del *mix* de negocio de la compañía en términos del tipo de cliente al cual se le vende. En ella se muestra que hasta diciembre 2010 los clientes libres ganaban participación en el conjunto, pero esto se revierte a partir del primer trimestre de 2011. Las ventas al mercado *spot* han cobrado relevancia en los últimos cuatro trimestres, lo cual sería un efecto transitorio, por el término en marzo de 2012 de un contrato de provisión de energía a Codelco. No obstante, a marzo 2013

entró en vigencia un nuevo contrato con la cuprífera, por lo que las ventas spot mostrarán una reducción en los trimestres sucesivos:



## Activos operacionales

**Colbún** tiene entre sus principales activos 22 centrales de generación y cerca de 852 km. de líneas de transmisión y 26 subestaciones. La capacidad instalada total de las centrales es de 2.962 MW. Las centrales de la compañía se dividen en quince hidroeléctricas y siete termoeléctricas, asociadas al 43% y 57% de la capacidad instalada total de la empresa, respectivamente.

Las centrales de generación térmica suman una capacidad de 1.689 MW de potencia. Dentro de estas destaca el Complejo Termoeléctrico Nehuenco ubicado en la zona de Quillota (V región), con una capacidad total de 874 MW. Las plantas del complejo Nehuenco tienen la capacidad de operar tanto con gas natural como con *diesel*; sin embargo, con este último combustible se pierde capacidad de producción, lo que puede implicar hasta un 20% de su potencial.

Adicionalmente, la sociedad tiene una participación de 42,5% en Electrogas S.A. empresa que opera un gasoducto de 130 kms. entre el terminal de San Bernardo y Quillota, mediante el cual se abastece de gas natural tanto a las centrales del Complejo Termoeléctrico Nehuenco como a las centrales San Isidro de Endesa y a las distribuidoras de gas de la V Región. Electrogas S.A. también opera un oleoducto de 21 kms. entre Concón y Quillota, el que abastece de petróleo al mismo complejo, y un gaseoducto de 28 kms. entre Quintero y Quillota que permite transportar el gas natural desde el terminal de regasificación de gas natural licuado ubicado en Quintero.

Centrales de generación de Colbún			
Nombre central	Capacidad instalada (MW)	Tipo	Región
<b>Centrales hidroeléctricas</b>			
Los Quilos	39	Pasada	Valparaíso
Chacabuquito	29	Pasada	Valparaíso
Hornitos	55	Pasada	Valparaíso
Juncal	29	Pasada	Valparaíso
Blanco	60	Pasada	Valparaíso
Juncalito	1	Pasada	Valparaíso
Carena	9	Pasada	Metropolitana
Colbún	474	Embalse	Maule
Machicura	95	Embalse	Maule
San Ignacio	37	Pasada	Maule
Chiburgo	19	Pasada	Maule
San Clemente	5	Pasada	Maule
Rucúe	178	Pasada	Biobío
Quilleco	71	Pasada	Biobío
Canutillar	172	Embalse	Los Lagos
<b>Sub-total hídrico</b>	<b>1.273</b>		
<b>Centrales termoeléctricas</b>			
Nehuenco I	368	Ciclo combinado	Valparaíso
Nehuenco II	398	Ciclo combinado	Valparaíso
Nehuenco III	108	Ciclo abierto	Valparaíso
Candelaria	270	Ciclo abierto	O'Higgins
Los Pinos	100	Ciclo abierto	Biobío
Antilhue	103	Ciclo abierto	Los Ríos
Santa María I	342	Carbón	Biobío
<b>Sub-total térmico</b>	<b>1.689</b>		
<b>Total Colbún</b>	<b>2.962</b>		

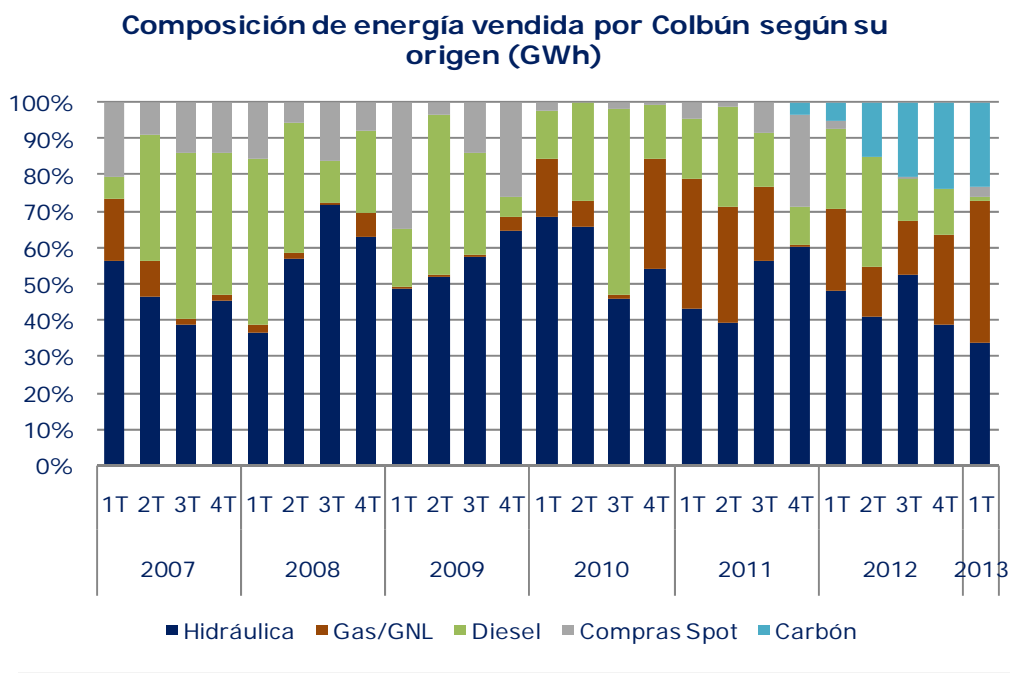
## Líneas de transmisión

**Colbún S.A.** cuenta con alrededor de 852 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 kms.de líneas de transmisión fueron incorporados a raíz de la fusión con Hidroeléctrica Cenelec S.A., las que se encuentran ubicadas en la V Región, entre la localidad de Saladillo y la ciudad de La Calera.

## Producción

En el siguiente cuadro comparativo se observa claramente cómo los cortes de gas natural por parte de Argentina afectaron a la producción, disminuyendo a partir de 2007 la generación con este combustible, y sustituyéndose de manera importante con producción mediante *diesel* y por compras en el mercado *spot*, con un consecuente mayor costo, especialmente en 2007 cuando el resultado operacional fue negativo. Producto de la estrategia de contratación, desde 2010 el nivel de compras al mercado *spot* ha disminuido

considerablemente, atenuando con ello la dependencia a las variaciones de precios de este mercado, pero el último trimestre de 2011 y producto de los compromisos que no pudieron ser cubiertos por la central Santa María I, las compras al mercado *spot* se incrementaron. A partir de la misma fecha, y debido a la entrada en funcionamiento de Santa María I, la energía a carbón comenzó a ganar importancia en el mix de generación:



## Análisis financiero

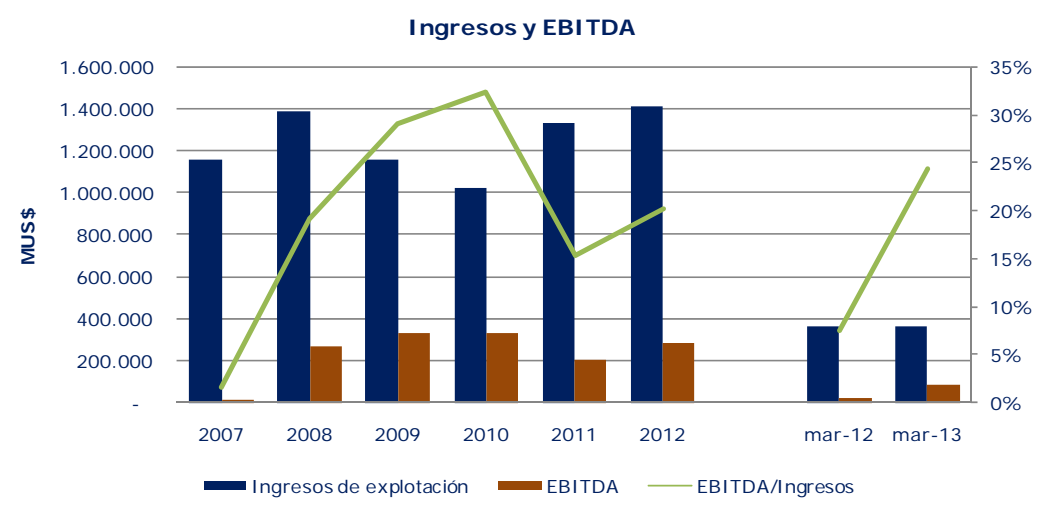
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Colbún** a marzo 2013. Cabe señalar que hasta 2008 los estados financieros se preparaban utilizando la norma chilena y desde 2009 la empresa los presenta bajo la norma IFRS.

### Evolución de los ingresos

**Colbún** presentó una evolución creciente de sus ingresos hasta 2008, asociada al aumento en la demanda y al aumento de precios (en línea con la expansión del PIB), junto con una mayor capacidad de generación de la empresa. A partir de dicha fecha y hasta 2010, a consecuencia de una política de contratación más conservadora, el nivel de ventas presentó una caída, pero ya en 2011 nuevamente se observa un aumento en los niveles de ingresos el que se mantiene a marzo 2013.

Por su parte, el EBITDA presentó un deterioro significativo en 2007 y la primera parte de 2008, situación ligada fundamentalmente a malas condiciones hidrológicas, a las restricciones de gas natural (insumo de plantas de ciclo combinado) y al elevado precio del petróleo que se registró hasta mediados de 2008; todo ello sumado a un nivel de compromisos mayor al de su capacidad de generación óptima, lo que implicó una fuerte alza de los costos de generación y una mayor exposición al precio del mercado *spot* del SIC. Si bien en 2009 y 2010 hubo un incremento del EBITDA, éste cayó nuevamente los últimos dos años como consecuencia de la menor generación hidráulica y el retraso de la entrada en operación de la central a

carbón. El primer trimestre de 2013 podemos ver un aumento de este indicador, asociado a mayor generación a carbón de la central Santa María I que comenzó a operar en agosto de 2012 y a contratos más convenientes suscritos con ENAP y Metrogas para adquirir GNL.



## Endeudamiento

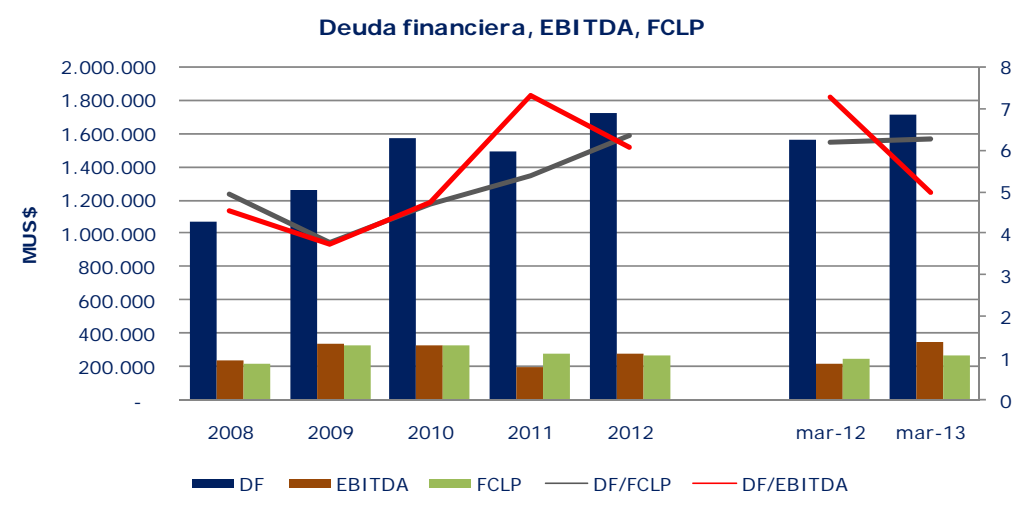
El endeudamiento relativo –medido como la relación entre su pasivo financiero (DF) y el EBITDA de la sociedad– ha mostrado una tendencia al alza hasta 2011, principalmente por un incremento menor de los flujos generados producto de tres años secos consecutivos. Desde diciembre 2012 la situación tiende a revertirse, llegando a ser la deuda financiera 5,0 veces el EBITDA, un 32% menor a lo alcanzado en 2011 cuando representó 7,3 veces. Por otra parte, el endeudamiento financiero medido sobre la capacidad de generación de caja en el largo plazo (FCLP)<sup>1</sup> de la empresa ha tenido tendencias similares, pero sus fluctuaciones han sido menos pronunciadas.

En el gráfico se muestra el contraste entre el periodo de pago de la deuda financiera (DF/EBITDA) y el indicador utilizado por *Humphreys* (DF/FCLP)<sup>2</sup>:

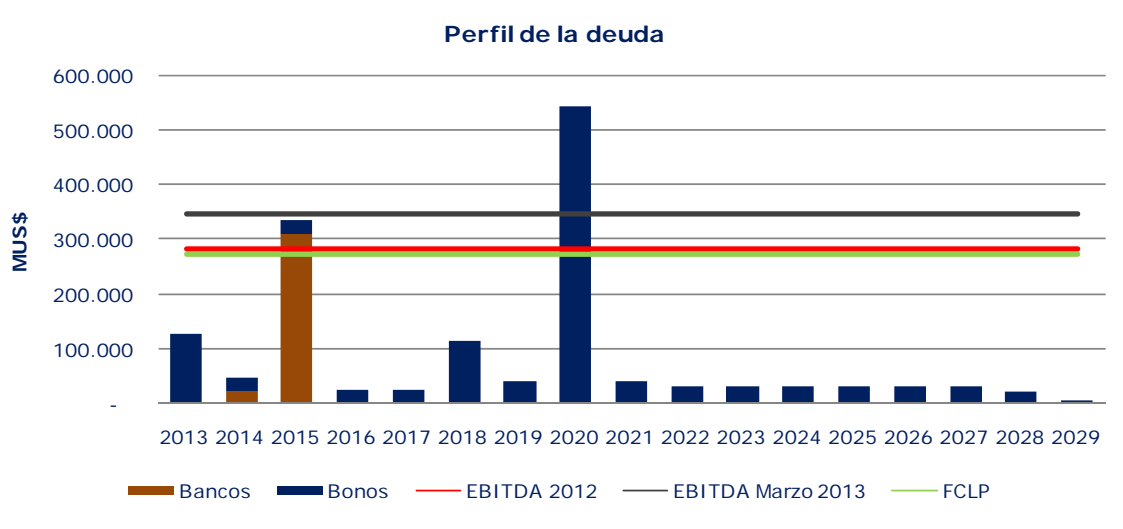
<sup>1</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular

<sup>2</sup> Los datos a marzo 2012 y marzo 2013 consideran los últimos doce meses.



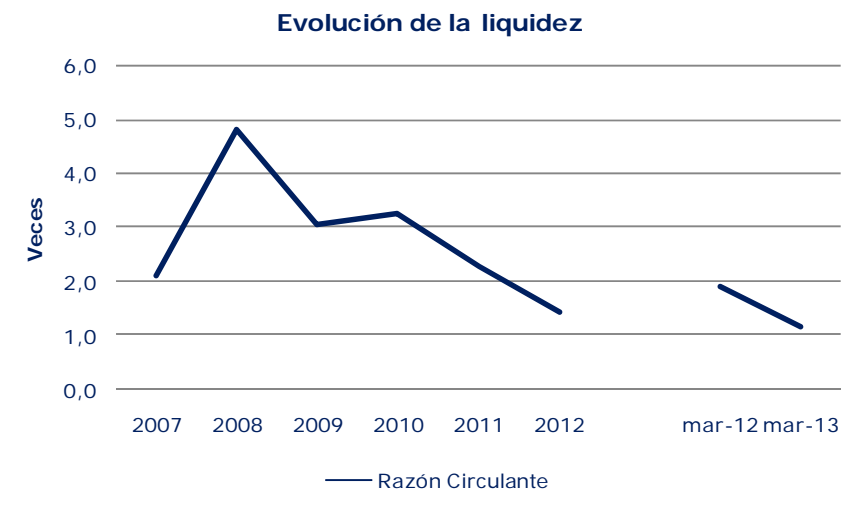


La estructura de pagos de **Colbún** se muestra en el siguiente gráfico. En los años 2015 y 2020 la compañía tiene vencimientos importantes por obligaciones de tipo *bullet*. Si bien este tipo de créditos tienen implícito el riesgo de refinanciamiento, dada la fortaleza estructural y viabilidad del emisor y, por ende, el buen acceso a financiamiento que posee, **Humphreys** estima que es altamente probable que la compañía pueda reestructurar la deuda en aquellos años donde sus flujos se encuentren más ajustados.



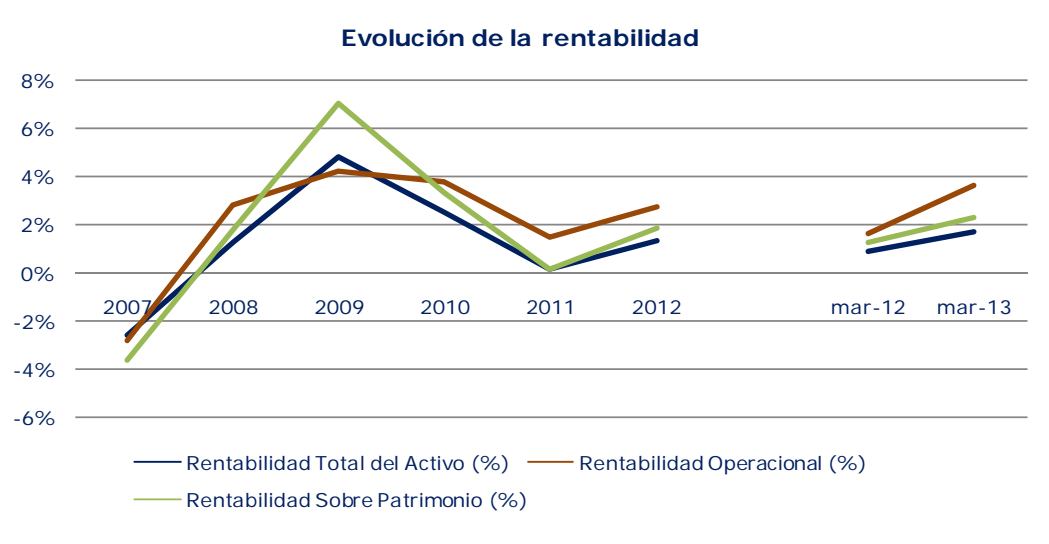
### Liquidez

Hasta 2011 la empresa había mantenido indicadores de liquidez, medidos como razón circulante, sobre dos veces, en particular por la estrategia de la compañía de mantener un mayor nivel de disponible como respuesta a la situación de estrés financiero que se presentó durante el período 2007-2008. A partir de 2012 ésta disminuye principalmente por el incremento de los pasivos financieros corrientes, producto del traspaso hacia la porción de corto plazo de la amortización de obligaciones con bancos y bonos.



### Rentabilidad<sup>3</sup>

La rentabilidad de **Colbún** se vio perjudicada en 2007 por las situaciones explicadas en el presente informe. Sin embargo, mejoró posteriormente y, en opinión de **Humphreys**, la rentabilidad de la compañía continuará incrementándose -tal como se observa en el gráfico-, debido al término de contratos asociados a clientes libres que presentan condiciones de precios desfavorables para la compañía, continúen vigentes los compromisos firmados con distribuidoras y clientes libres, y la entrada en funcionamiento de la Angostura. En general, la rentabilidad ha seguido una trayectoria similar a la experimentada por la relación EBITDA/Ingresos, explicada, por tanto, por factores operacionales.



<sup>3</sup> Rentabilidad sobre Patrimonio = Utilidad del Ejercicio / (Patrimonio Promedio);  
 Rentabilidad Operacional Activos = Resultado Operacional / (Activos promedio netos de activos en ejecución);  
 Rentabilidad Total del Activo = Utilidad / (Activos Promedio).

## Características de las líneas de bonos

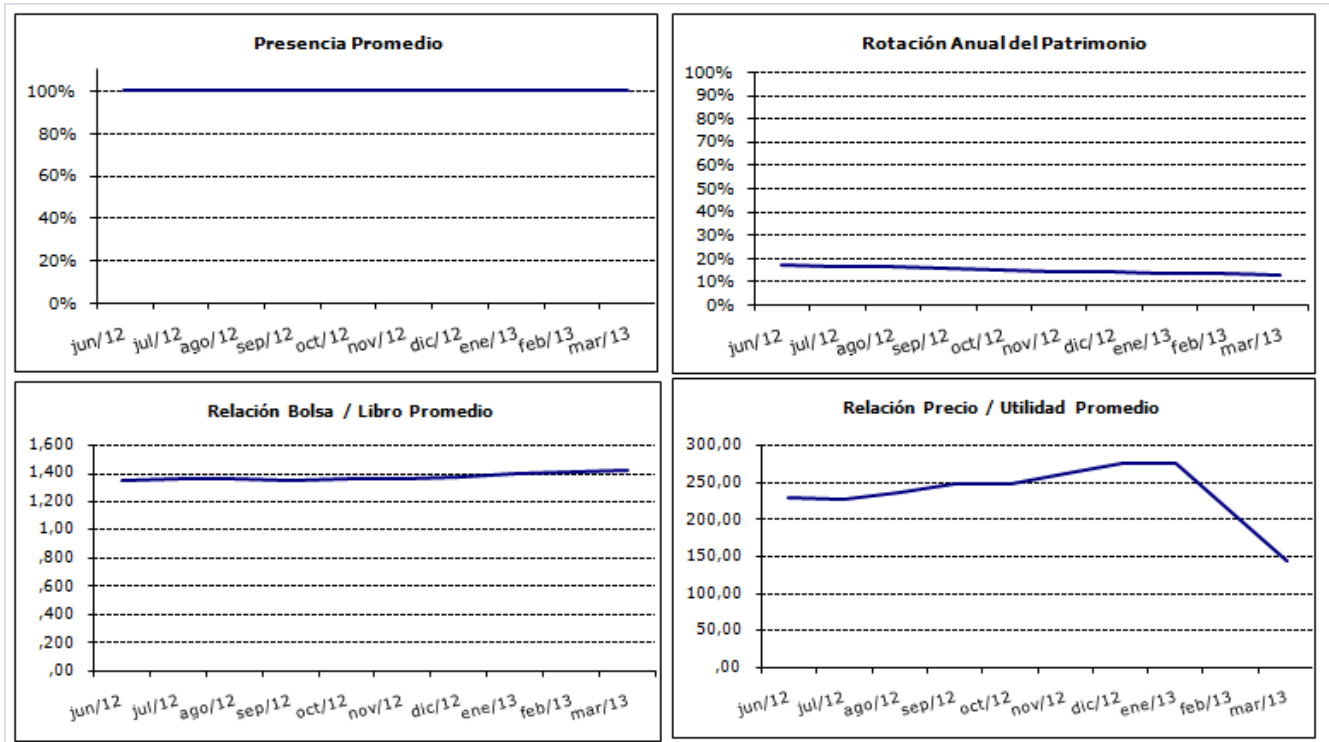
Las características de las líneas de bonos inscritas por **Colbún** a marzo de 2013 son:

Características de las líneas de bonos						
Nº	Nº 499	Nº 500	Nº 537	Nº 538	Nº 600	Nº 601
Fecha de inscripción	10-04-2007	10-04-2007	13-06-2008	13-06-2008	14-08-2009	14-08-2009
Monto máximo	UF 6.000.000	UF 6.000.000	UF 7.000.000	UF 7.000.000	UF 7.000.000	UF 7.000.000
Moneda de emisión	Unidades de Fomento / Pesos Nominales / USD					
Plazo vencimiento	30 años	10 años	10 años	30 años	10 años	30 años

<b>Covenants financieros</b>		
	<b>Líneas de bonos</b>	<b>mar-13</b>
Ebitda/Gastos financieros netos	Mayor a 2 veces Mayor a 3 veces	9,13 veces
Razón de endeudamiento	Menor a 1,2 veces	0,69 veces
Patrimonio mínimo (MUS\$)	1.500.000	3.541.281

## Desempeño bursátil

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y rotación anual del patrimonio. Además, se exhibe la evolución de las razones bolsa-libro y precio-utilidad. A efectos de la clasificación de la acción, se aprecia cómo su presencia bursátil se ha mantenido en 100%.



*“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.”*