



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista

Elisa Villalobos

Tel. (56-2) 2433 5200

[elisa.villalobos@humphreys.cl](mailto:elisa.villalobos@humphreys.cl)

## Colbún S.A.

Junio 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 160  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

<b>Categoría de riesgo</b>	
<b>Tipo de instrumento</b>	<b>Categoría</b>
Bonos y líneas de bonos	<b>AA-</b>
Efectos de Comercio	<b>Nivel 1/AA-</b>
Acciones	<b>Primera Clase Nivel 1</b>
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2014

<b>Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda</b>	
Bono Serie C Línea de Bonos a 30 años Serie F Línea de Bonos a 10 años Línea de Bonos a 10 años Serie H Línea de Bonos a 30 años Serie I Línea de Bonos a 10 años Línea de Bonos a 30 años Serie J  Línea de Efectos de Comercio	Nº 234 de 13.10.2000 Nº 499 de 10.04.2007 Primera emisión Nº 500 de 10.04.2007 Nº 537 de 13.06.2008 Primera Emisión Nº 538 de 13.06.2008 Primera Emisión Nº 600 de 14.08.2009 Nº 601 de 14.08.2009 Primera Emisión  Nº 30 de 10.07.2008

<b>Estado de Resultados Consolidado IFRS</b>							
<b>M US\$</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Ene-Mar 2013</b>	<b>Ene-Mar 2014</b>
Ingresos totales	1.159.282	1.024.243	1.332.776	1.409.497	1.695.928	366.962	413.245
Materias primas y consumibles	-774.420	-633.455	-1.061.381	-1.047.391	-1.260.062	-256.571	-275.351
Gasto por beneficio a empleados	-33.553	-37.626	-45.732	-53.716	-60.110	-14.982	-13.511
Gastos por depreciación y amortización	-121.845	-124.039	-124.643	-136.048	-162.602	-40.407	-41.952
Otros gastos por naturaleza	-14.697	-22.121	-20.951	-21.650	-23.339	-6.203	-4.630
Resultado operacional	214.767	207.002	80.069	147.802	189.815	48.799	77.801
Costos financieros	-51.177	-49.135	-27.718	-32.541	-50.143	-15.217	-10.627
Utilidad del ejercicio	239.123	115.893	5.203	50.529	62.965	24.414	51.536
EBITDA	336.612	331.041	204.712	286.740	352.417	89.206	119.753

Balance General Consolidado IFRS						
M US\$	2009	2010	2011	2012	2013	mar-14
Activos corrientes	969.024	1.088.849	771.220	788.630	744.129	756.704
Efectivo y equivalentes	484.748	554.522	295.826	217.740	260.453	208.347
Activos no corrientes	4.471.479	4.675.033	4.848.281	5.214.774	5.313.937	5.298.354
<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>6.058.066</b>	<b>6.055.058</b>
Pasivos corrientes	318.934	334.022	338.948	550.790	341.908	281.288
Pasivos no corrientes	1.676.720	1.926.944	1.818.311	1.939.832	2.159.852	2.170.846
Total pasivos	1.995.654	2.260.966	2.157.259	2.490.622	2.501.760	2.452.134
Patrimonio	3.444.849	3.502.916	3.462.242	3.512.782	3.556.306	3.602.924
<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>6.058.066</b>	<b>6.055.058</b>
Deuda financiera	1.257.179	1.568.862	1.493.616	1.722.939	1.700.111	1.621.210

## 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 3.278 MW, operando tanto con plantas hidroeléctricas como térmicas.

En 2013 la empresa generó ingresos anuales del orden de los US\$ 1.695,9 millones, con un EBITDA de US\$ 352,4 millones, generando en el año 11.253 GWh, vendidos a distribuidoras y clientes libres del SIC. Su deuda financiera al 31 de marzo de 2014 ascendía a US\$ 1.621 millones. El primer trimestre de 2014 la empresa obtuvo un EBITDA de US\$ 119,8 millones, versus US\$ 89,2 millones en igual lapso de 2013, mostrando un aumento de 34,24%.

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 20,7%, lo que la ubica como el segundo 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 hidráulica (48%) y térmica (52%), 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 2014, el pasivo financiero de la compañía representa el 32,3% 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 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 logré 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 a diciembre de 2013

En 2013 la empresa generó ingresos de explotación por US\$ 1.696 millones, lo que representó un aumento de 20,32% respecto de 2012. Lo anterior, ocurrió por mayores ventas físicas, sobre todo a clientes libres, mayores precios de venta e ingresos no recurrentes por el pago del seguro por lucro cesante por el siniestro ocurrido en la Central Nehuenco. Por su parte, el total de costos y gastos de 2013 ascendió a US\$ 1.506 millones, incrementándose en 19,6%, principalmente por las compras de energía y potencia que aumentaron desde US\$ 62 millones en 2012 a US\$ 420 millones en 2013. De este modo, el EBITDA de la compañía alcanzó los US\$ 352,4 millones un 22,9% respecto del periodo anterior.

La utilidad de 2013 alcanzó a US\$ 63 millones, expandiéndose 24,61% producto de lo señalado en el párrafo anterior.

Por otra parte, la deuda financiera de la compañía cerró el año en US\$ 1.700 millones, un 1,32% menor a la de 2012. La disminución se explica por el refincamiento de la deuda de corto plazo.

### **Resultados primer trimestre 2014**

En el primer cuarto de 2014 los ingresos de la empresa llegaron a US\$ 413,2 millones, aumentando en 13% con respecto a igual lapso de 2013. Este resultado se explica, principalmente, por un ingreso no recurrente por US\$ 32,5 millones como consecuencia de la indemnización por lucro cesante asociado al siniestro ocurrido en marzo de 2013 en la central Nehuenco II.

Por otra parte, los costos y gastos del periodo mostraron un aumento de 5,31% llegando a US\$ 335 millones. Este aumento se debe al crecimiento en el costo de materias primas y consumibles que subieron un 7% respecto del primer trimestre de 2013 y cuyo peso en los costos y gastos de la empresa es de 82%. El aumento en este ítem se produce por la mayor generación con diesel.

Como consecuencia, el resultado operacional ascendió a US\$ 77 millones, un crecimiento de 59,4%. El EBITDA del período, en tanto, alcanzó a US\$ 119,8 millones, con un incremento de 22,9% explicado básicamente por la indemnización mencionada anteriormente. Mientras que la utilidad del ejercicio fue de US\$ 51,5 millones un 24,6% superior a la registrada los tres primeros meses de 2013.

La deuda financiera de la empresa finalizó el trimestre con valor de US\$ 1.621 millones un 4,64% menor a la registrada al cierre de 2013.

### **Eventos recientes**

En los últimos meses de 2013, la empresa suscribió un crédito bancario de largo plazo por US\$ 250 millones y vencimiento *bullet* a 5 años. Estos fondos tienen la finalidad de refinanciar la deuda de corto plazo.

El 12 de enero de 2014, la Central Blanco ubicada en la cuenca del río Aconcagua registró una falla cuyo origen es desconocido hasta el momento. Dicha falla provocó daños en el equipamiento del generador-turbina y equipos anexos. De esta forma, la central se ha mantenido, hasta el momento, fuera de operación y por la magnitud de los daños no ha sido posible determinar con certeza la fecha de reanudación de las operaciones de esa central. La estimación preliminar del daño físico hizo que la empresa registrara pérdidas no operacionales por US\$ 7 millones. Cabe señalar, que la empresa cuenta con seguros que cubren daño físico como la pérdida de beneficio con deducibles estándares.

El proyecto hidroeléctrico Angostura, que utiliza los recursos hídricos de los ríos Biobío y Huequecura en la región del Biobío, inició su operación comercial en abril entregando sus tres unidades al CDEC para su entrada en operación comercial. Estas tres unidades de generación suman 316 MW y se espera una generación anual de 1.500 GWh.

El ingreso del Estudio de Impacto Ambiental para el desarrollo de proyectos hidroeléctricos en los ríos Baker y Pascua, que Colbún en conjunto con Endesa Chile realizarían a través de la sociedad HidroAysén S.A., se encuentra suspendido indefinidamente. Colbún considera que mientras no exista una política nacional que otorgue los lineamientos para la matriz energética que el país requiere, no están dadas las condiciones para desarrollar proyectos de la magnitud y complejidad de la central del sur.

A su vez, el 10 de junio del presente año el Comité de Ministros resolvió por unanimidad revocar la Resolución de Calificación Ambiental (RCA) del proyecto HidroAysén otorgada en mayo de 2011.

## Definición de categorías de riesgo

### Categoría AA (títulos de deuda de largo plazo)

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 (títulos de deuda de corto plazo)

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 (títulos accionarios)

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 20,7% de la capacidad instalada del SIC, **Colbún** se consolida como la segunda 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 entró en funcionamiento en abril de 2014, 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 (48%) y termoeléctricas (52%, 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 3.278 MW con el comienzo de las

operaciones de Angostura. Además, cabe agregar, que la capacidad instalada se distribuye en siete plantas térmicas y quince centrales hidroeléctrica, 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 al 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 48% 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 repercuten 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 sobrecosto 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 17.537.210.396 títulos accionarios. Al 31 de marzo de 2014 la propiedad del emisor se distribuía de la siguiente manera:

Accionista	% de propiedad
Minera Valparaíso S.A.	35,2%
Forestal Cominco S.A.	14,0%
Antarchile S.A.	9,6%
Banco de Chile por cuenta de terceros	3,4%
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	2,9%
Banco Santander - JP Morgan	2,0%
Fondo de Pensiones Provida C	2,0%
Fondo de Pensiones Habitat C	1,8%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	1,5%
Fondo de Pensiones Habitat B	1,5%
Fondo de Pensiones Habitat A	1,5%
Fondo de Pensiones Provida B	1,3%
Otros	23,4%

**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:

Nombre	Cargo
Sergio Undurraga Saavedra	Director
Eliodoro Matte Larrain	Director
Arturo Mackenna Iñiguez	Director
Juan José Hurtado Vicuña	Director
Luis Felipe Gazitúa Achondo	Director
Bernardo Matte Larrain	Director
Vivianne Blanlot Soza	Director
Jorge Bernardo Larrain Matte	Director
Eduardo Navarro Beltrán	Director

Las gerencias y divisiones están encabezadas por los siguientes gerentes:

Nombre	Cargo
Ignacio Alfredo Cruz Zabala	Gerente General
Sebastián Andrés Moraga Zúñiga	Gerente de Finanzas y Administración
Paula Martínez Osorio	Gerente Organización y Personas

Nicolás Cubillos Sigal	Gerente Desarrollo Sustentable
Juan Andres Morel Fuenzalida	Gerente de Auditoría Interna
Javier Cantuarias Bozzo	Gerente de Seguridad Y Salud Ocupacional
Mauricio Cabello Cádiz	Gerente División Generación
Eduardo Lauer Rodríguez	Gerente División Ingeniería y Proyectos
Juan Eduardo Vásquez Moya	Gerente División Negocios y Gestión de Energía
Rodrigo Pérez Stiepovic	Gerente Legal

## 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 4.603 MW en 2013.
- Sistema Interconectado Central (SIC): Desde Taltal (Región de Atacama) hasta la Región de los Lagos, con una capacidad instalada de 14.080 MW, dividida en 55,5% térmico, 42,4% hídrico y 2,1% 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 (EDELMAG 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 99 MW 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 42,9% de los ingresos totales de **Colbún** en 2013.

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

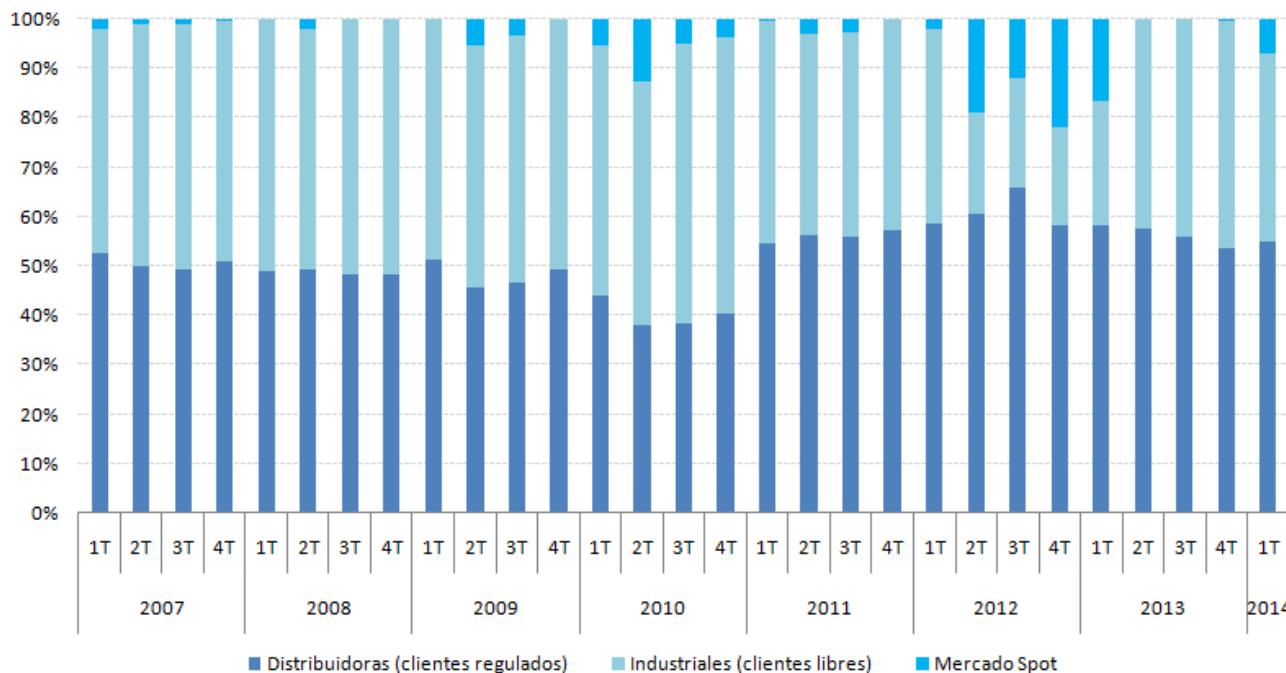
Los clientes libres son aquellos con consumos superiores a 2 MW y que convienen libremente sus precios mediante contratos con sus proveedores. Con el objetivo de ampliar el mercado de los clientes libres, la ley N° 19.940, publicada el 13 de marzo de 2004, facultó a los usuarios de potencia conectada 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 2013 los clientes industriales de precio no regulado con contratos de largo plazo representaron en torno al 38,1% 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* dejaron de tener relevancia a partir del segundo trimestre de 2013, por la entrada en vigencia, en marzo del mismo año, el contrato de provisión de energía con Codelco. Pero desde el comienzo de las operaciones de Central Angostura, las ventas en el mercado *spot* podrían tener un aumento respecto de los trimestres precedentes, tal como sucedió en los primeros tres meses de 2014.

**Ventas de energía por tipo de cliente**  
(2007-2014. GWh)



## Activos operacionales

**Colbún** tiene entre sus principales activos 23 centrales de generación y cerca de 890,9 km. de líneas de transmisión y 27 subestaciones. La capacidad instalada total de las centrales es de 3.278 MW. Las centrales

de la compañía se dividen en 16 hidroeléctricas y siete termoeléctricas, asociadas al 48% y 52% 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
Angostura	316	Embalse	Biobío
Canutillar	172	Embalse	Los Lagos
<b>Sub-total hídrico</b>	<b>1.589</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>3.278</b>	

## Líneas de transmisión

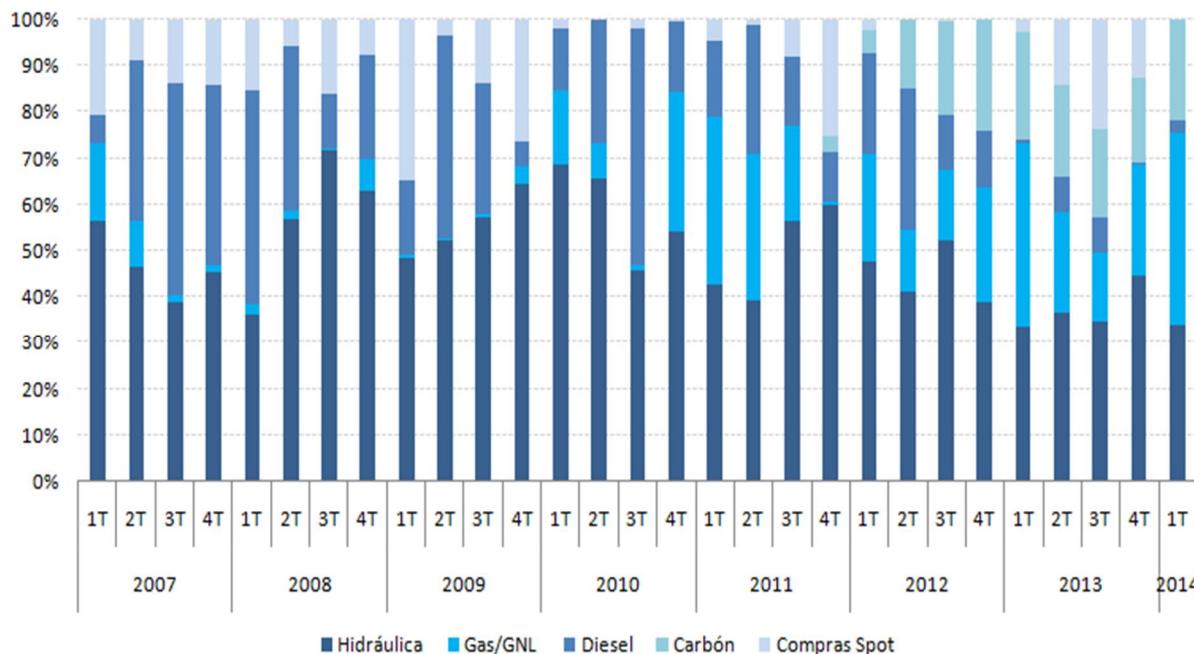
**Colbún S.A.** cuenta con alrededor de 852 km. de líneas de transmisión, las que tienen por objeto inyectar la energía producida por sus centrales generadoras y, en algunos casos, abastecer a clientes. Del total anterior, 192 kms. de líneas de transmisión fueron incorporados a raíz de la fusión con Hidroeléctrica Cenelca 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.

El último tiempo ha estado marcado por condiciones hidrológicas desfavorables para la generación hidroeléctrica debido a las condiciones meteorológicas extremadamente secas en la zona norte y centro-sur del país mostrando leves precipitaciones respecto a un año normal, de esta forma la generación hidroeléctrica ha disminuido en el tiempo, siendo compensada por la generación con carbón y gas natural.

**Evolución del mix de generación**  
(2007-2014. GWh)



## Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Colbún** a marzo de 2014.

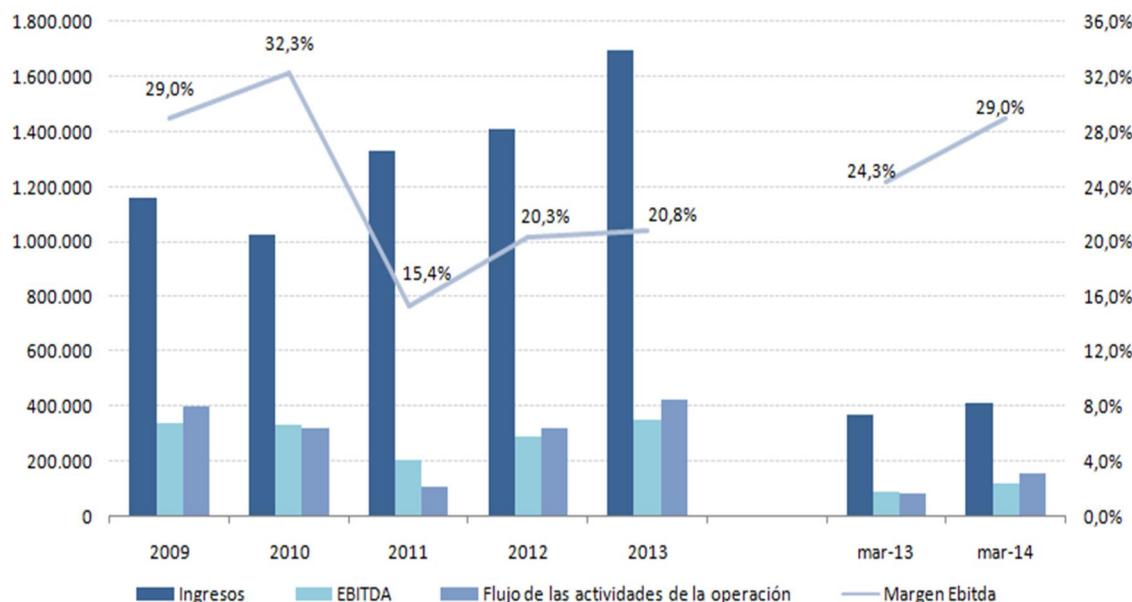
### Evolución de los ingresos

**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 sostenido en los niveles de ingresos, los que se mantienen a marzo 2014.

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 en 2011 como consecuencia de la menor generación hidráulica y el retraso de la entrada en operación de la central a carbón. En 2013 ya podemos ver niveles similares a los registrados previamente (en 2009 y 2010) debido a mayor generación a carbón de la central Santa María I que comenzó a operar en agosto de 2012 y a contratos de suministro más convenientes suscritos con ENAP y Metrogas para adquirir GNL.

Si bien en el primer trimestre del presente año se observa un mayor margen EBITDA, en comparación al mismo periodo de 2013, lo cierto es que si no se incorporan las indemnizaciones recibidas por la empresa debido al lucro cesante, este ítem estaría en línea respecto al primer trimestre de 2013.

**Evolución de los ingresos, EBITDA y flujo de actividades de la operación  
(2009-marzo 2014. MUS\$)**



### 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 6,0 veces el EBITDA, una disminución significativa respecto de las 7,3 veces alcanzadas en 2011. 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 grafico 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.

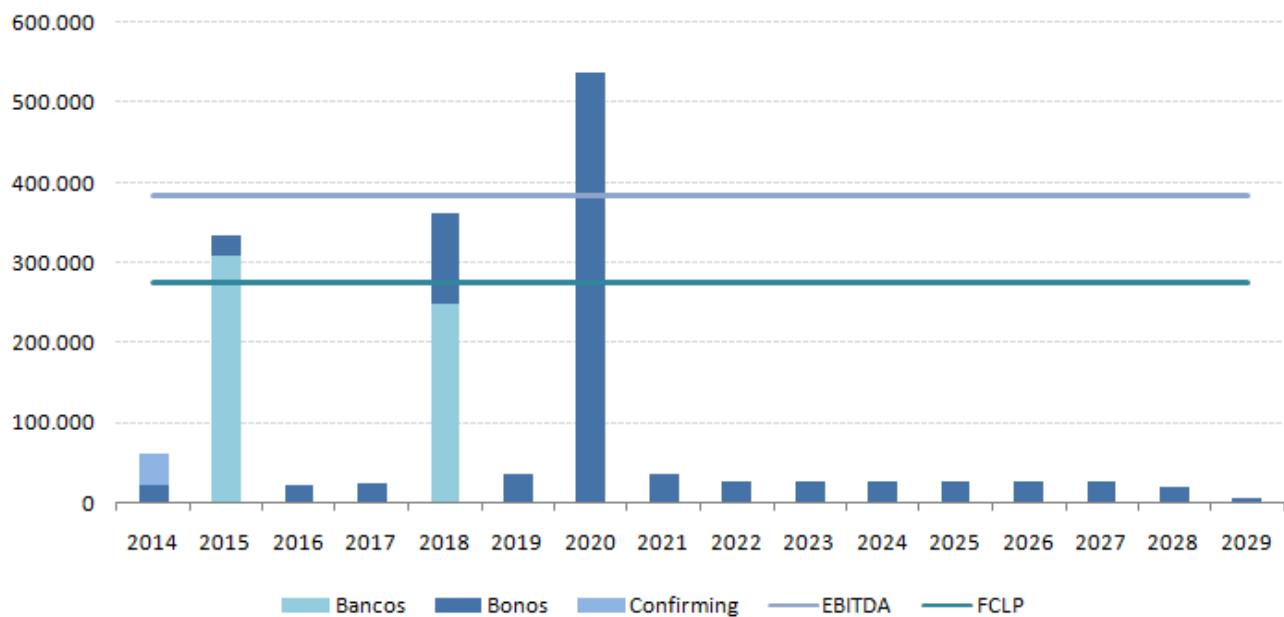
<sup>2</sup>Los datos a marzo 2013 y marzo 2014 consideran los últimos doce meses.

**Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP**  
 (2009-marzo 2014. MUS\$)



La estructura de pagos de **Colbún** se muestra en el siguiente gráfico. En los años 2015, 2018 y 2020 la compañía tiene vencimientos importantes por obligaciones de tipo *bullet*. Si bien este tipo de créditos tienen implícito el riesgo de refinaciamiento, dada la fortaleza estructural y viabilidad del emisor y, por ende, el buen acceso al 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. Esta capacidad de refinaciamiento fue comprobada a fines de 2013 cuando la empresa obtuvo un préstamo por US\$ 250 millones.

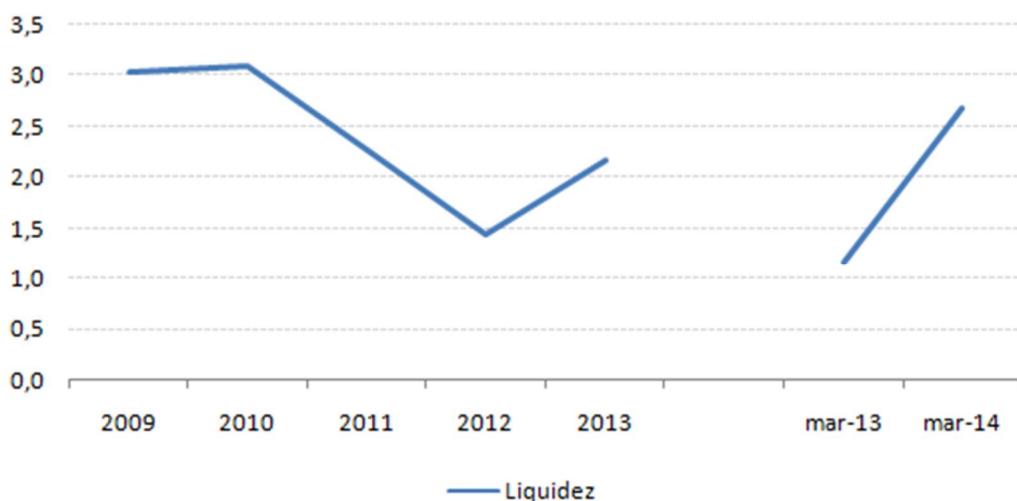
**Perfil de vencimientos anuales**  
 (2014-2029. MUS\$)



## 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. Durante 2013 y el primer trimestre de 2014 la empresa ha mantenido ratios de liquidez por sobre las dos veces, si bien los activos circulantes se han mantenido en niveles similares, la empresa ha ido disminuyendo sus pasivos corrientes por el pago de obligaciones financieras.

**Evolución de la razón circulante**  
(2009-marzo 2014. Veces)

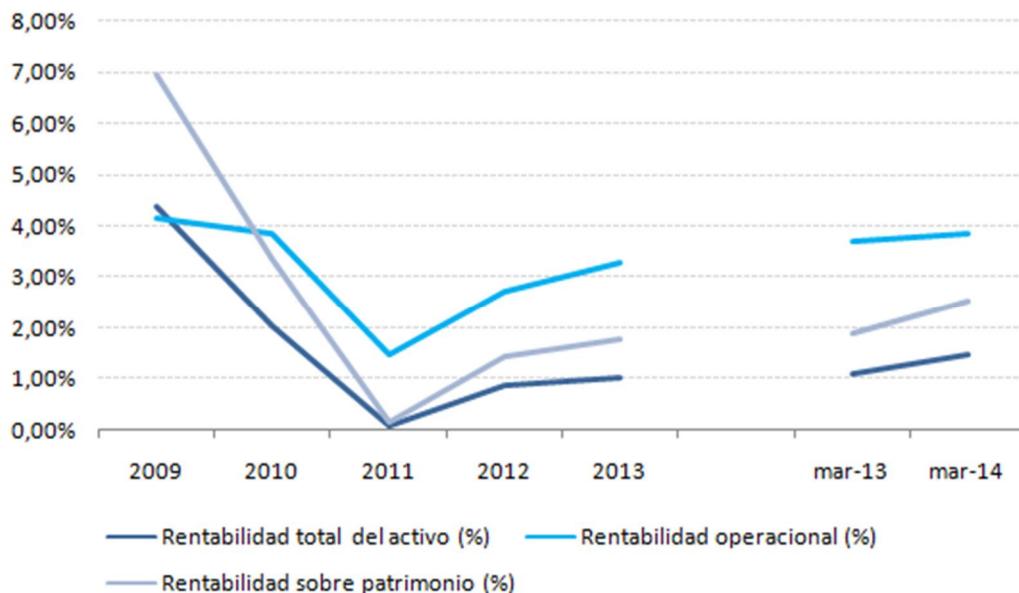


## Rentabilidad<sup>3</sup>

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 con la entrada en funcionamiento de la Central 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).

### Evolución de la rentabilidad (2009-marzo 2014)



## Características de las líneas de bonos

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Colbún** a marzo de 2014 son:

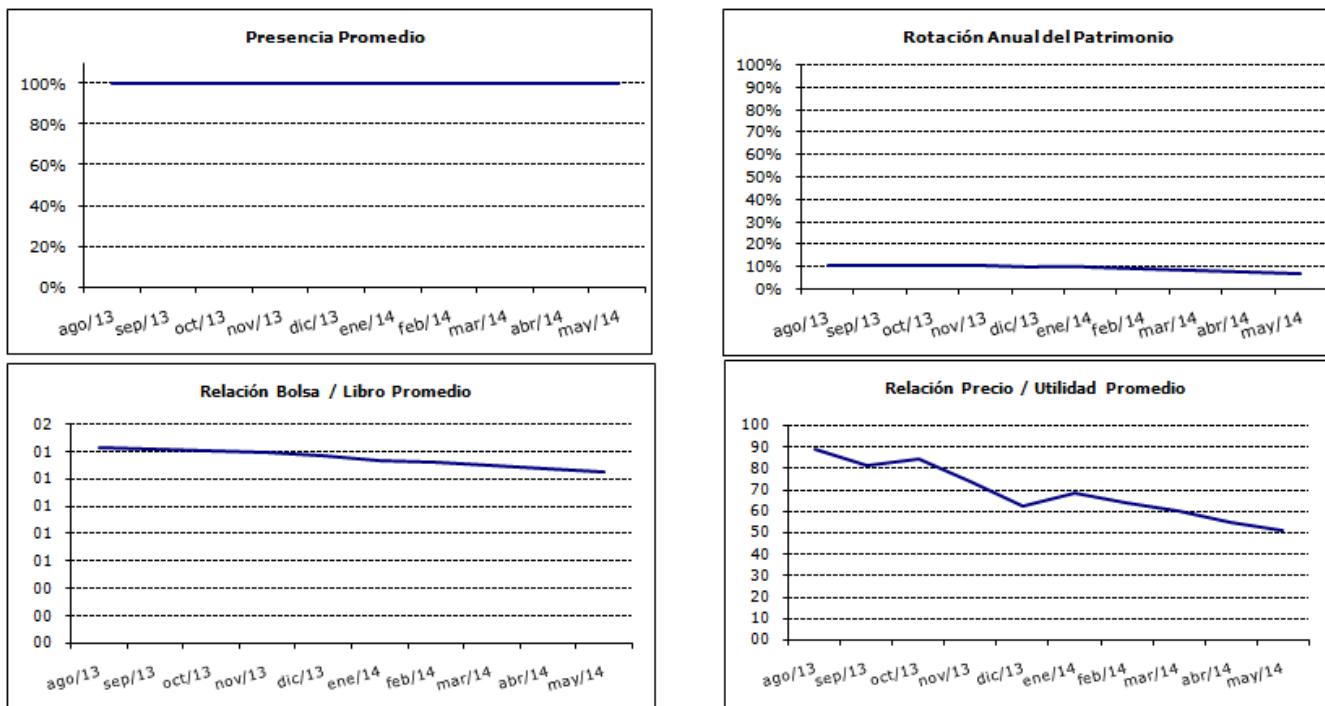
Características de las líneas de bonos						
Nº	Nº 499	Nº 500	Nº 537	Nº 538	Nº 600	Nº 601
Fecha de inscripción	10-04-2007	10-04-2007	13-06-2008	13-06-2008	14-08-2009	14-08-2009
Monto máximo	UF 6.000.000	UF 6.000.000	UF 7.000.000	UF 7.000.000	UF 7.000.000	UF 7.000.000
Moneda de emisión	Unidades de Fomento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

### Covenants financieros

	Líneas de bonos	Marzo 2014
Ebitda/Gastos financieros netos	Mayor a 3 veces	7,57 veces
Razón de endeudamiento	Menor a 1,2 veces	0,68 veces
Patrimonio mínimo (MUS\$)	Mayor a 1.348.000	3.602.924

## 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."*