



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Elisa Villalobos
Tel. (56) 22433 5200
elisa.villalobos@humphreys.cl

Colbún S.A.

Junio 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos y líneas de bonos Efectos de comercio Acciones	AA- Nivel 1/AA- Primera Clase Nivel 1
Tendencia	Estable
EEFF base	31 de marzo de 2016

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie C (BCOLB-C) Línea de Bonos a 30 años Serie F (BCOLB-F) Línea de Bonos a 10 años Línea de Bonos a 10 años Línea de Bonos a 30 años Serie I (BCOLB-I) Línea de Bonos a 10 años Línea de Bonos a 30 años Serie J (BCOLB-J)	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 Nº 538 de 13.06.2008 Primera Emisión Nº 600 de 14.08.2009 Nº 601 de 14.08.2009 Primera Emisión
Línea de Efectos de Comercio	Nº 30 de 10.07.2008

Estado de Resultados Consolidado IFRS						
M US\$	2012	2013	2014	2015	Ene-Mar 2015	Ene-Mar 2016
Ingresos totales	1.409.497	1.695.928	1.502.577	1.313.856	317.010	362.545
Materias primas y consumibles	-1.047.391	-1.260.062	-883.708	-645.934	-205.163	-165.064
Gasto por beneficio a empleados	-53.716	-60.110	-59.707	-56.082	-13.954	-16.097
Gastos por depreciación y amortización	-136.048	-162.602	-182.375	-194.947	-47.453	-55.844
Otros gastos por naturaleza	-21.650	-23.339	-22.604	-28.503	-5.115	-11.156
Resultado operacional	147.802	189.815	354.183	388.390	45.325	114.384
Costos financieros	-32.541	-50.143	-75.969	-90.536	-22.226	-27.425
Utilidad del ejercicio	50.529	62.965	82.264	202.105	6.969	76.043
EBITDA	286.740	352.417	536.558	583.337	92.778	170.228

Estado de Situación Consolidado IFRS					
M US\$	2012	2013	2014	2015	mar-16
Activos corrientes	788.630	744.129	1.270.170	1.365.785	1.451.529
Activos no corrientes	5.214.774	5.313.937	5.112.177	5.787.372	5.771.672
Total activos	6.003.404	6.058.066	6.382.347	7.153.157	7.223.201
Pasivos corrientes	550.790	341.908	258.334	707.829	331.734
Pasivos no corrientes	1.939.832	2.159.852	2.763.456	2.778.238	3.151.224
Total pasivos	2.490.622	2.501.760	3.021.790	3.486.067	3.482.958
Patrimonio	3.512.782	3.556.306	3.360.557	3.667.090	3.740.243
Total pasivos y patrimonio	6.003.404	6.058.066	6.382.347	7.153.157	7.223.201
Deuda financiera	1.722.939	1.700.111	1.893.892	2.235.641	2.244.023

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 potencia instalada de generación, en Chile, asciende a 3.282 MW, lo que equivale a una participación de mercado en el SIC igual a 21,3%. De esta capacidad instalada, 49% corresponde a centrales hidráulicas y un 51% a centrales térmicas. Además, en diciembre de 2015, la compañía adquirió la empresa Fenix Power Perú S.A. que cuenta con una central termoeléctrica de ciclo combinado a gas natural de 570 MW.

En 2015 la empresa generó ingresos anuales del orden de los US\$ 1.314 millones, con un EBITDA de US\$ 583,3 millones. En Chile, para ese mismo año, generó 12.646 GWh, vendidos a distribuidoras y clientes libres del SIC, mientras que en Fenix Perú, durante 2015, generó 3.621 GWh.

La deuda financiera al primer trimestre de 2016 ascendía a US\$ 2.244 millones, cifra que incorpora la deuda financiera de Fenix Perú igual a US\$381,4 millones. A esa fecha, la empresa obtuvo un EBITDA de US\$ 170,2 millones, versus US\$ 92,8 millones en igual lapso de 2015, mostrando un incremento de 83,4%.

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 21,3%, 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 (49%) y térmica (51%), y por el nivel de activos y planes de inversión 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 (el grupo 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 2016, el pasivo financiero de la compañía representa el 40,2% de las propiedades plantas y equipos.

Por otra parte, cabe señalar como un factor positivo el hecho que la *duration* de los contratos vigentes de **Colbún** es de 9,8 años, mayor a la relación deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)¹, indicador que a marzo de 2016 es de 5,8 veces, y a la madurez promedio de la deuda, que es de 5,2 años.

Asimismo, como nuevo elemento positivo, se reconoce el potencial crecimiento que la compañía presenta en Perú, tras la adquisición de Fenix Power Perú.

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, 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, puede enfrentar a futuro una competencia que se intensifique lo que conlleva riesgos asociados a la mayor presión sobre los márgenes y sobre 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 2019.

¹ 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.

En línea con lo anterior, esta clasificadora incorpora el hecho que cerca del 22% de los terawatt (TW) actualmente contratados a clientes libres como distribuidoras, tienen vencimientos en los próximos cinco años, los cuales deben ser renovados en un entorno más competitivo en términos de precios.

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.

Sin perjuicio de los aspectos positivos mencionados por su incursión en Perú, esta clasificadora incorpora en su análisis el hecho que Perú es un país que exhibe un mayor riesgo soberano, en comparación al de Chile, lo que, en una perspectiva de largo plazo, le otorga cierta incertidumbre a los flujos futuros provenientes de Perú.

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 afectados por situaciones particulares (por ejemplo, retraso en entrada de centrales, siniestros u otros. A su vez, es necesario que la compañía sea capaz de renovar los contratos que vencen en los próximos años, de modo que sus flujos no queden expuestos a las fluctuaciones del precio en el mercado *spot*.

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.
- Existencia de contratos de largo plazo.
- Adecuada combinación de centrales y plantas generadoras.

Fortalezas de apoyo

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

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).
- Entorno más competitivo en términos de precios.
- Riesgo de construcción (riesgo susceptible de ser administrado y acotado).
- Mayor riesgo soberano de Perú (muy bajo riesgo mientras Perú esté clasificada en grado de inversión) y efecto de moneda en la valorización de la inversión (riesgo administrable).

Hechos recientes

Resultados a diciembre de 2015

En 2015 la empresa generó ingresos de explotación por US\$ 1.314 millones, lo que representó una disminución de 13% respecto de 2014. Lo anterior, fue consecuencia de menores precios a clientes libres, cuyo mayor efecto está dado por el vencimiento, en diciembre de 2014, del contrato a Codelco a costo marginal, el que fue reemplazado por un contrato con precio de largo plazo. La disminución en los ingresos también se explica por menor demanda y por el vencimiento del contrato con Conafe en abril de 2015.

Por su parte, el costo total asignado por materias primas en 2015 ascendió a US\$ 645,9 millones, disminuyendo en 26,9%, principalmente por una mayor generación propia, especialmente hídrica, por esto las compras de energía y potencia cayeron desde US\$ 70,9 millones en 2014 a US\$ 41,2 millones en 2015. Como resultante, el EBITDA de la compañía alcanzó los US\$ 583,3 millones un 8,7% superior al obtenido en el periodo anterior.

La utilidad de 2015 alcanzó los US\$ 202,1 millones, expandiéndose un 145,7% producto de lo señalado en el párrafo anterior.

Por otra parte, la deuda financiera de la compañía cerró el año en US\$ 2.236 millones, un 18,0% superior a la de 2014. Lo anterior, se debe a la consolidación de la deuda financiera que mantiene Fenix Power Perú, igual a US\$ 381,4 millones.

Resultados primer trimestre 2016

En el primer trimestre de 2016 los ingresos de la empresa llegaron a US\$ 362,5 millones, aumentando un 14% respecto a igual lapso de 2015. Este nivel se explica, principalmente, por el mejor mix de generación respecto del mismo trimestre de 2015, dado un incremento en la generación hidroeléctrica. Además, el primer trimestre de 2016 incorpora la consolidación de Fenix Power Perú.

El costo de materias primas y consumibles cayó un 19,5% por menor consumo de *diesel* y el menor costo de peajes en el mercado chileno, sin embargo esta disminución se ve contrarrestada por las mayores compras de energía y potencia en Perú, además de mayores costos por peaje en este mercado.

Como consecuencia, el resultado operacional ascendió a US\$ 114 millones, experimentando un incremento 152,4%. El EBITDA del período, en tanto, alcanzó a US\$ 170 millones, incrementándose un 83,5%. El margen EBITDA pasó de 29,3%, a marzo de 2015, a 47,0%, a marzo de 2016.

La deuda financiera de la empresa finalizó el trimestre con valor de US\$ 2.244 millones un 0,4% superior a la registrada al cierre de 2015.

Eventos recientes

El 18 de diciembre de 2015, **Colbún**, a través de una sociedad filial en Perú, denominada Inversiones Las Canteras S.A. (sociedad en la que **Colbún** participa con el 51%, mientras que el 36% de la propiedad está en manos de una subsidiaria controlada únicamente por Abu Dhabi Investment Authority y el 13% restante es propiedad del Fondo de Inversión en Infraestructura administrado por Sigma Perú) adquirió el 100% de las acciones de Fenix Power Perú S.A. Esta última es propietaria de una central termoeléctrica de ciclo combinado que opera con gas natural, con una capacidad instalada de 570 MW, cuyas operaciones comenzaron en diciembre de 2014.

Con fecha 24 de mayo del presente año, **Colbún** realizó el rescate anticipado del bono serie H (BCOLB-H) emitidos por la compañía, que tenían como fecha de vencimiento el 10 de junio de 2018. Cabe señalar, que el presente informe fue realizado en base a los estados financieros de marzo de 2016, donde esta emisión aún se encontraba vigente, por lo que los datos relativos a la deuda financiera y cálculo de *covenants* incorporan la deuda asociada a la serie señalada.

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 21,3% 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; Angostura, que entró en funcionamiento en abril de 2014 y el inicio de la construcción de la central hidroeléctrica de pasada La Mina, 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. Adicionalmente, se valora la diversificación de riesgo que implica la inversión en Perú, país con buen potencial de crecimiento.

Infraestructura adecuada: La capacidad instalada de la empresa combina centrales hidroeléctricas (49%) y termoeléctricas (51%, a gas natural, carbón y/o *diesel*). Asimismo, existen proyectos para seguir ampliando la infraestructura, como la central de pasada La Mina (34 MW) y la central hidroeléctrica San Pedro (170 MW), y poder agregar plantas a carbón e hidroeléctricas, las que, además de potenciar el desarrollo de la empresa, compensarían, en términos relativos a las otras tecnologías, la menor accesibilidad al 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 3.282 MW. Además, cabe agregar, que la capacidad instalada se distribuye en siete plantas térmicas y dieciséis centrales hidroeléctricas, ubicadas entre las regiones V y XIV.

Por otra parte, es importante precisar que la deuda financiera de la compañía está financiando este tipo de activos, que presentan una vida útil de largo plazo.

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. Según el Informe de Previsión de Demanda (2015-2030) para el SIC y SING², se proyecta que el consumo eléctrico en el SIC crezca, entre 2016 y 2030 a tasas anuales iguales o superiores al 3,4%.

Contratos de largo plazo: La existencia de este tipo de contratos -con clientes de elevada capacidad de pago- permite presumir estabilidad en las ventas de la compañía. Asimismo, se califica como beneficios que la duración promedio de los contratos supere el duración promedio de la deuda.

Factores de riesgo

Inestabilidad del suministro hídrico y del precio de insumos: Un 49% 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 figuran el cálculo de los peajes de transmisión, además de las multas que pueden aplicar los organismos fiscalizadores. Adicionalmente, la ley 20.257, luego modificada por la ley 20.698, establece que, para aquellos contratos posteriores al 1 de julio de 2013, las empresas eléctricas que efectúen retiros de energía desde los sistemas eléctricos con capacidad instalada superior a 200 MW para comercializarla con distribuidoras o clientes finales deberán acreditar que una cantidad de energía equivalente al 5% de sus retiros ha sido inyectada por medio de generación renovable no convencional, el cual se incrementará en 1% cada año³.

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

² Informe preparado por la Comisión Nacional de Energía (CNE) en Octubre de 2015 y disponible en <http://www.cne.cl>.

³ Hasta llegar a 12% el año 2020, e incrementos de 1,5% a partir del año 2021, hasta llegar al 18% el año 2024, y posteriormente un incremento de 2%, hasta llegar al 20% en 2025. Un tratamiento diferente se establece con los contratos anteriores al 1 de julio de 2013.

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.

Estos riesgos, dado las características del bien entregado, también se encuentran en Perú, país que – además, presenta mayor riesgo soberano que el de Chile (A3 y Aa3, respectivamente).

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 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** 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 2016 la propiedad del emisor se distribuía de la siguiente manera:

Nombre	Número de acciones suscritas	% de propiedad
Minera Valparaíso S.A.	6.166.879.733	35,17%
Forestal Cominco S.A.	2.454.688.263	14,00%
Antarchile S.A.	1.680.445.653	9,58%
Banco de Chile Por Cuenta De Terceros	773.002.756	4,41%
Banco Itaú Por Cuenta De Inversionistas	623.164.233	3,55%
Banco Santander - JP Morgan	349.233.399	1,99%
Fondo de Pensiones Provida C	323.293.278	1,84%
Fondo de Pensiones Habitat C	301.576.893	1,72%
Bolsa de Comercio Stgo. Bolsa de Valores	265.727.716	1,52%
Fondo de Pensiones Cuprum A	253.345.212	1,44%
Fondo de Pensiones Habitat B	240.412.990	1,37%
Fondo de Pensiones Habitat A	234.867.080	1,34%
Otros	3.869.530.514	22,07%

Colbún es controlada por el grupo Matte, que posee directa e indirectamente el 49,96% de la sociedad a través de Minera Valparaíso S.A., Forestal Cominco S.A. e Inversiones Coillanca Ltda., 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
Jorge Larraín Matte	Presidente
Vivianne Blanlot Soza	Vicepresidente
Arturo Mackenna Iñiguez	Director
Luz Granier Bulnes	Director
Maria Ignacia Benítez Pereira	Director
Eduardo Navarro Beltrán	Director
Juan Eduardo Correa Garcia	Director
Jorge Matte Capdevila	Director
Francisco Matte Izquierdo	Director

Las gerencias y divisiones están encabezadas por los siguientes gerentes:

Nombre	Cargo
Thomas Keller Lippold	Gerente General
Carlos Luna Cabrera	Gerente División Generación
Eduardo Lauer Rodríguez	Gerente División Ingeniería y Proyectos
Juan Eduardo Vásquez Moya	Gerente División Negocios y Gestión de Energía
Sebastián Moraga Zúñiga	Gerente División Finanzas y Administración
Sebastián Fernández Cox	Gerente De Desarrollo
Juan Pablo Schaeffer Fabres	Gerente División Desarrollo Sustentable
Paula Martínez Osorio	Gerente Organización y Personas
Heraldo Álvarez Arenas	Gerente de Auditoría
Rodrigo Pérez Stieповic	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 cerca de 17 empresas generadoras. Cuenta con una capacidad instalada bruta que alcanzaba a 4.143 MW⁴ a mayo de 2015. Alrededor del 95,3% de esta capacidad proviene de centrales térmicas, un 4,4% de plantas solares y eólicas y un 0,3% centrales hidráulicas.
- Sistema Interconectado Central (SIC): Desde Taltal (Región de Atacama) hasta la Región de los Lagos, con una capacidad instalada de 16.134 MW a abril de 2016⁵. Esta potencia está dividida en centrales térmicas con un 50,8%, hidroeléctricas con un 40,5%, eólicas en un 5,1% y solares en un 3,6%. Operan más de 20 empresas. En este sistema participa **Colbún**.
- Sistema de Aysén: Una sola empresa (EDELAYSEN S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. El sistema cuenta, a diciembre de 2015⁶, con 59,09 MW de potencia instalada y la generación es 50,7% termoeléctrica, 42,5% hidroeléctrica y 3,4% 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, a diciembre de 2015 cuenta con 105,7 MW⁷ de potencia instalada.

⁴ Datos obtenidos de CDEC-SING.

⁵ Datos obtenidos del Informe Mensual de Operación CDEC-SIC a abril de 2016.

⁶ Memoria anual 2015 Edelaysen.

⁷ Memoria anual Edelmag.

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 47,5% de los ingresos totales de **Colbún** en 2015.

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*).

Dentro de los clientes regulados destacan Chilectra, CGE Distribución, Saesa, entre otros.

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 2015 los clientes industriales de precio no regulado con contratos de largo plazo representaron en torno al 27,2% de los ingresos del emisor.

Dentro de los clientes libres destacan Codelco, Anglo American Sur, entre otros.

Clientes del mercado *spot*

El mercado *spot* es el vehículo de transferencia de energía entre las generadoras del sistema (Endesa, **Colbún**, AES Gener, etc.), donde los excedentes o déficit de energía entre los compromisos y la generación se saldan en este. Por ello, los precios de compra o venta de energía en el mercado *spot* presentan una alta volatilidad.

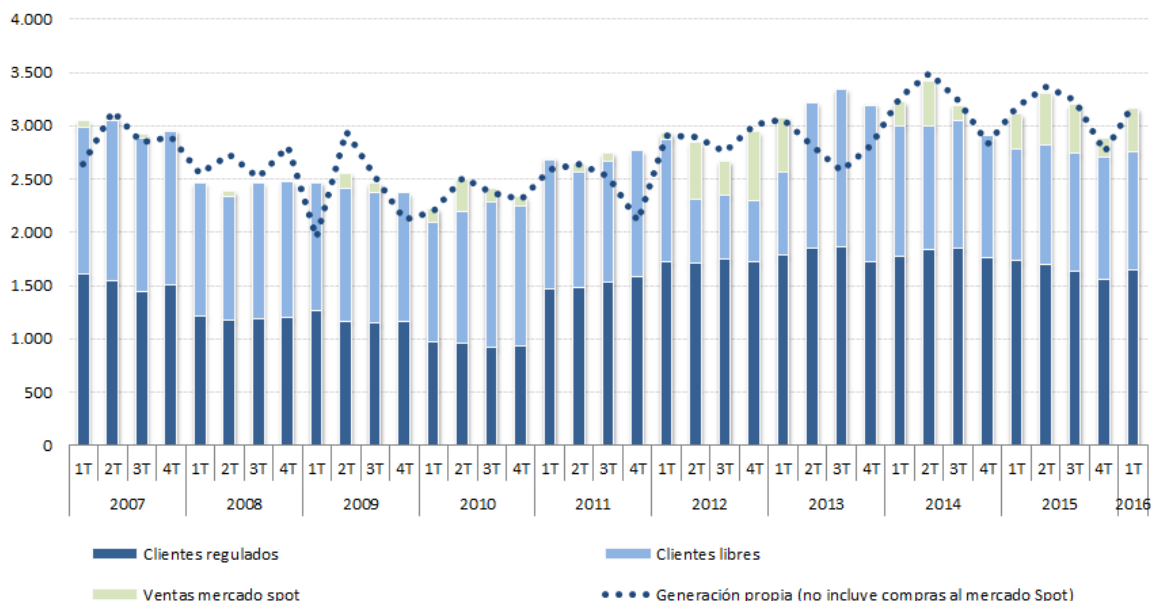
El mercado *spot* está destinado a suplir el déficit de producción, bajo el supuesto de que son las empresas generadoras más eficientes, en términos de costo marginal, las que producen en el SIC o el SING en cada momento, para una determinada demanda. El Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC-SIC) 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.

A continuación se presenta la evolución del *mix* de negocio de la compañía en términos del tipo de cliente al cual se le vende y la generación propia en cada periodo. En la Ilustración 1 se muestra que, en términos consolidados anuales, para 2011 y 2013 los compromisos fueron mayores a la generación propia de la compañía. En 2011, la compañía enfrentó un mayor nivel de compromisos comerciales, para los que se supuso que estarían respaldados por la central termoeléctrica Santa María, pero su atraso en la puesta en marcha de la central obligó a **Colbún** a recurrir al mercado *spot* para cumplir con estas obligaciones. Mientras que para 2013, la razón radica en la menor generación hidroeléctrica, como consecuencia de las menores precipitaciones respecto a un año normal, además a esto se suma el siniestro que tuvo la central Nehuenco II, que estuvo fuera de servicio por 132 días.

A diferencia de 2013, para 2014 y 2015 la compañía presentó una posición neta vendedora en el mercado *spot*, esto por un aumento en la generación hidroeléctrica propia y por el término de algunos contratos con clientes libres, como es el contrato con la empresa Metro. Este último fue compensado con un contrato a largo plazo con Codelco.

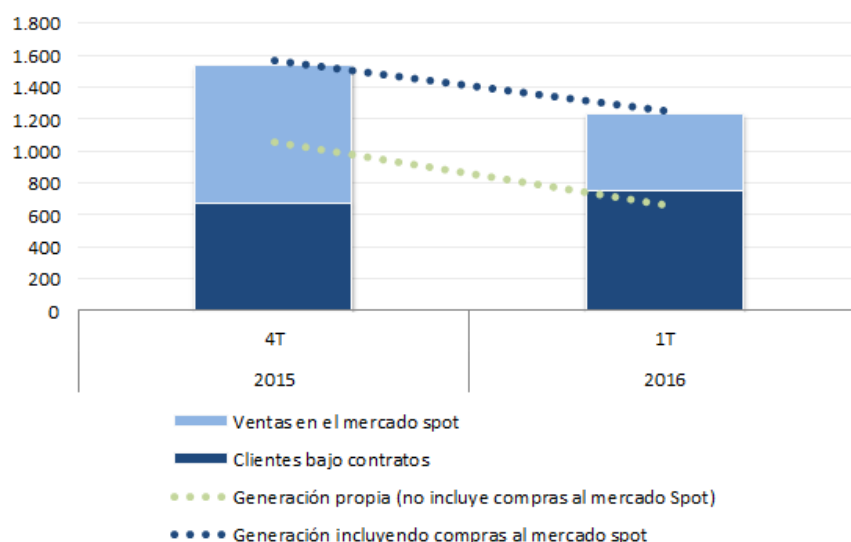
A su vez, en la Ilustración 1 se muestra que hasta diciembre 2010 los clientes libres ganaban participación en el conjunto, pero esto se revierte a partir del primer trimestre de 2011. De esta manera, si en 2010, las ventas físicas a clientes libres representaban el 53,1% del total generado; en 2015 representaron el 27,2%, mientras que las ventas a clientes regulados el 47,5%.

Ilustración 1
Ventas de energía por tipo de cliente y generación propia de las centrales en Chile
 (GWh. 2007-1T 2016)



La central térmica Fenix Power, recientemente adquirida por **Colbún** en Perú, opera en base a gas natural suministrado a través de contratos de largo plazo; a su vez, mantiene acuerdos formales de venta con una *duration* promedio de 7,5 años. En su mayoría son clientes regulados. Durante el primer trimestre de 2016, el 88% de los compromisos fueron abastecidos con generación propia.

Ilustración 2
Ventas de energía por tipo de cliente y generación propia de las centrales en Perú
 (GWh. 1T 2015-1T 2016)



Activos operacionales

Colbún tiene entre sus principales activos 24 centrales de generación (incluyendo a Fenix Power Perú), cerca de 916 km. de líneas de transmisión y 28 subestaciones. La capacidad instalada total de sus unidades en Chile es de 3.282 MW, cuyas plantas se dividen en 16 hidroeléctricas y siete termoeléctricas, asociadas al

49% y 51% de su potencial de generación, respectivamente. En Perú la capacidad instalada es de 570 MW, de generación exclusivamente termoeléctrica.

Las centrales de generación térmica suman una capacidad de 2.256 MW de potencia. Dentro de estas destaca el Complejo Termoeléctrico Nehuenco ubicado en la zona de Quillota (V región), con una capacidad total de 875 MW; pudiendo operar tanto con gas natural como con *diesel*.

Adicionalmente, la sociedad tiene una participación de 42,5% en Electrogas S.A. empresa que opera un oleoducto de 21 kms., entre Concón y Quillota, el que abastece de petróleo al complejo Nehuenco, 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. Además mantiene un gaseoducto de 123 km. entre el terminal San Bernardo y Quillota.

Centrales de generación de Colbún				
Nombre central	Capacidad instalada (MW)	Tipo	Región	País
Centrales hidroeléctricas				
Los Quilos	40	Pasada	Valparaíso	Chile
Chacabuquito	26	Pasada	Valparaíso	Chile
Hornitos	61	Pasada	Valparaíso	Chile
Juncal	29	Pasada	Valparaíso	Chile
Blanco	53	Pasada	Valparaíso	Chile
Juncalito	2	Pasada	Valparaíso	Chile
Carena	10	Pasada	Metropolitana	Chile
Colbún	474	Embalse	Maule	Chile
Machicura	95	Embalse	Maule	Chile
San Ignacio	37	Pasada	Maule	Chile
Chiburgo	19	Pasada	Maule	Chile
San Clemente	6	Pasada	Maule	Chile
Rucúe	178	Pasada	Biobío	Chile
Quilleco	71	Pasada	Biobío	Chile
Angostura	324	Embalse	Biobío	Chile
Canutillar	172	Embalse	Los Lagos	Chile
Sub-total hídrico			1.597	
Centrales termoeléctricas				
Nehuenco I	368	Ciclo combinado	Valparaíso	Chile
Nehuenco II	398	Ciclo combinado	Valparaíso	Chile
Nehuenco III	108	Ciclo abierto	Valparaíso	Chile
Candelaria	254	Ciclo abierto	O'Higgins	Chile
Los Pinos	104	Ciclo abierto	Biobío	Chile
Antilhue	103	Ciclo abierto	Los Ríos	Chile
Santa María I	350	Carbón	Biobío	Chile
Fénix Power	570	Ciclo combinado	Lima	Perú
Sub-total térmico			2.256	
Total Colbún			3.853	

Líneas de transmisión

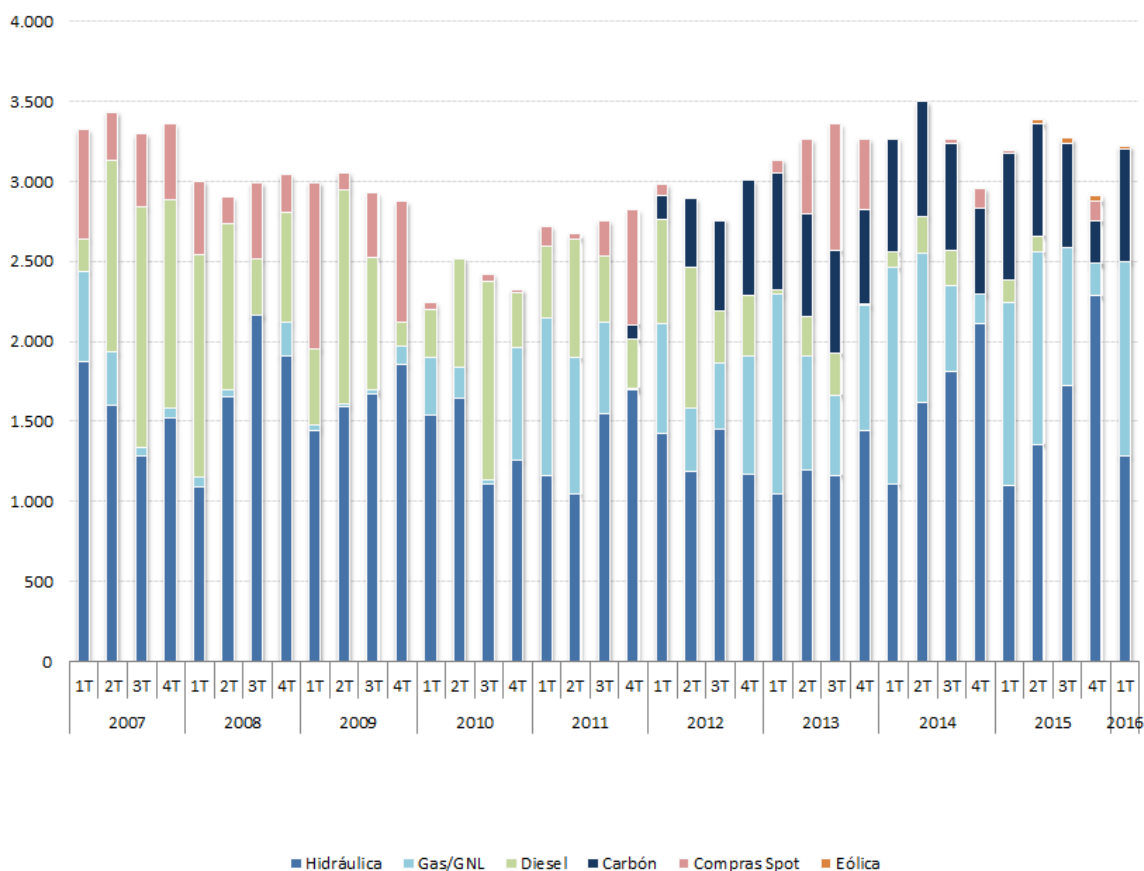
Colbún cuenta con alrededor de 916 km. de líneas de transmisión y 28 subestaciones, las que tienen por objeto transportar la producción desde las centrales hasta los puntos de inyección al SIC, como también pueden retirar electricidad del sistema para transportarlo a puntos de consumo de los clientes del SIC.

Producción

A partir de la entrada en operación en 2012, y debido a la entrada en funcionamiento de Santa María I, la energía a carbón comenzó a ganar importancia en el *mix* de generación.

Los años comprendidos entre 2010 y 2013 han estado marcados 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 anual ha disminuido en el tiempo, llegando a su menor valor en 2013, siendo compensada por la generación con carbón y gas natural. Sin embargo, es posible observar en 2014 y 2015 una mayor generación hidroeléctrica, producto de la entrada en operación de la central Angostura (en abril de 2014) y de las mayores precipitaciones, respecto a 2013, en 2014 y 2015.

Ilustración 3
Evolución del mix de generación de las centrales en Chile
(GWh. 2007-1T 2016)



En Perú, la compañía está presente, únicamente, a través de una central de ciclo combinado a gas natural.

Análisis financiero

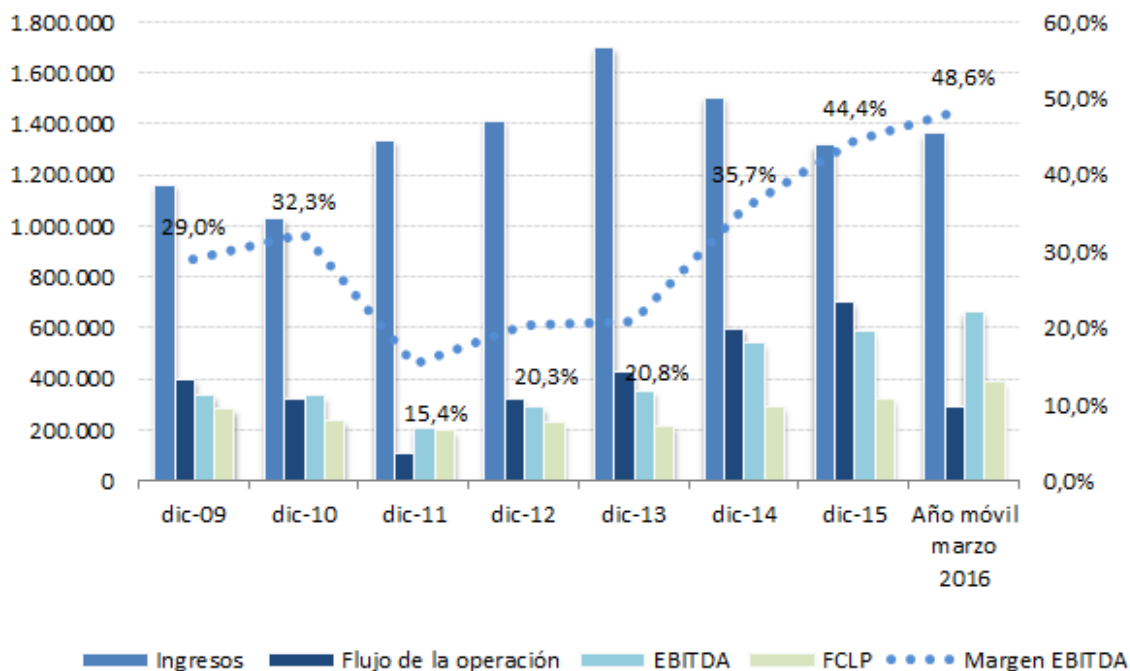
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Colbún** a marzo de 2016.

Evolución de los ingresos

Entre 2009 y hasta 2010, como consecuencia de una política de contratación más conservadora, el nivel de ventas presentó una caída, la que entre el periodo 2011 a 2013 fue contrarrestada por la entrada en operación de la central Santa María (2012), que le permitió una mayor generación y, por ende, mayores ventas físicas. En 2013, además, los ingresos aumentaron por los mayores precios monómicos. Esta tendencia al alza fue revertida durante 2014, año en que los ingresos disminuyeron un 11,4% producto de las menores ventas a clientes libres, producto del término de dos contratos de este tipo, y por los menores precios monómicos. Durante 2015, los ingresos de la compañía disminuyeron un 12,6%, principalmente por menores ingresos de clientes libres, cuyo mayor efecto está dado por el vencimiento, en diciembre de 2014, del contrato con Codelco a costo marginal, el que fue reemplazado por un contrato a precio de largo plazo. Por su parte, durante el año móvil finalizado en marzo de 2016 es posible incorporar el aumento de los ingresos de la central Fenix Power Perú.

En cuanto a la generación de EBITDA de la compañía, durante 2011 bajó a un 15,4% de los ingresos, distante de los márgenes alcanzados en 2009 y 2010, que bordearon el 30%. Lo anterior tiene su explicación producto de la menor generación hidráulica y el retraso de la entrada en operación de la central a carbón Santa María I; así la compañía debió cubrir los compromisos de venta de energía, que estarían respaldados por la generación en esta central, con compras en el mercado *spot*. Sin embargo, entre 2012 y al año móvil terminado en marzo de 2016, se aprecia un constante aumento en el margen EBITDA, que en diciembre de 2015 llegó a un 44,4% debido a los menores costos de generación térmica experimentados durante ese año. Durante el primer trimestre de 2016, la compañía tuvo una mejor generación hídrica, junto con la generación térmica a gas natural, además de incorporar la consolidación de la operación en Perú, lo que permitió un incremento en el EBITDA de la compañía.

Ilustración 4
Evolución de los ingresos, EBITDA y flujo de actividades de la operación
 (MUS\$. 2009- Año móvil a marzo de 2016)



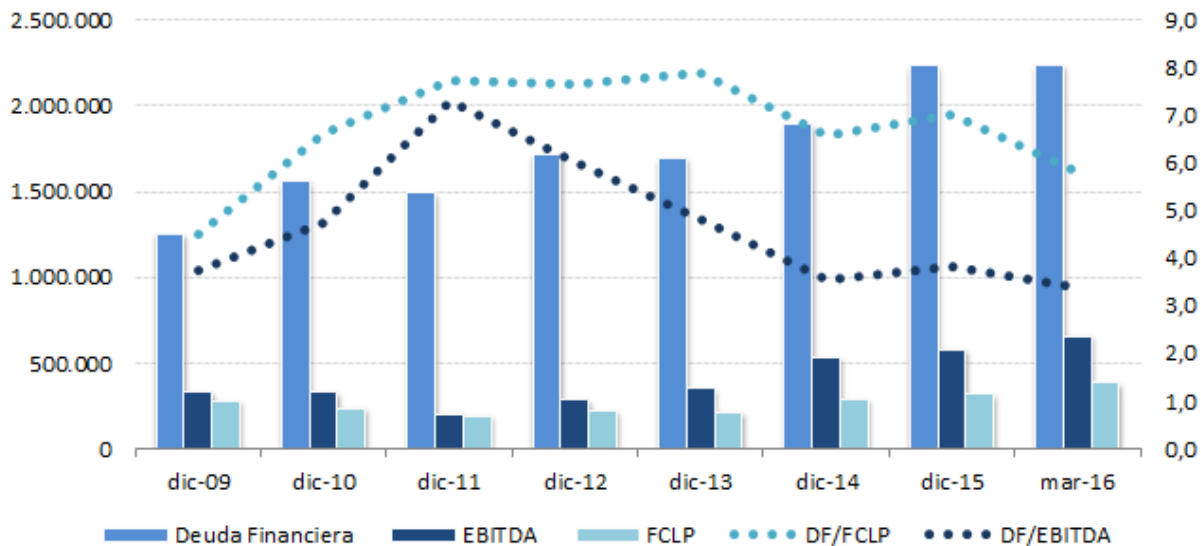
Endeudamiento

El endeudamiento relativo –medido como la relación entre su deuda financiera (DF) y el EBITDA de la sociedad– mostró una tendencia al alza hasta 2011, debido a la menor generación de EBITDA producto de lo mencionado anteriormente (compromisos de venta de energía, que debieron ser abastecidos con compras en el mercado *spot*, por el retraso de la entrada en operación de la central Santa María I). A partir de 2012, la situación tiende a revertirse. Pese al incremento de la deuda financiera desde los US\$ 1.723 millones, en 2012, a los US\$ 2.244 millones de marzo de 2016, **Colbún** ha presentado una mayor generación de EBITDA. Si en 2012, el EBITDA anual era de US\$ 286,7 millones, en 2015 llegó a US\$ 583,3 millones y en los doce meses finalizados en marzo de 2016 fue de US\$ 660,8 millones. De esta manera, la relación DF sobre EBITDA ha caído desde las 6,0 veces, de 2012, a 3,8 veces en 2015 y a 3,4 veces a marzo de 2016. Mientras que la relación de endeudamiento financiero, medido sobre el flujo de caja de largo plazo (FCLP)⁸ ha mostrado una disminución del endeudamiento relativo igual a 7,9 veces en 2013 a 5,8 veces a marzo de 2016, tal como se muestra en la

Ilustración 5.

⁸ 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.

Ilustración 5
Evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP⁹
 (MUS\$. 2009-marzo 2016)



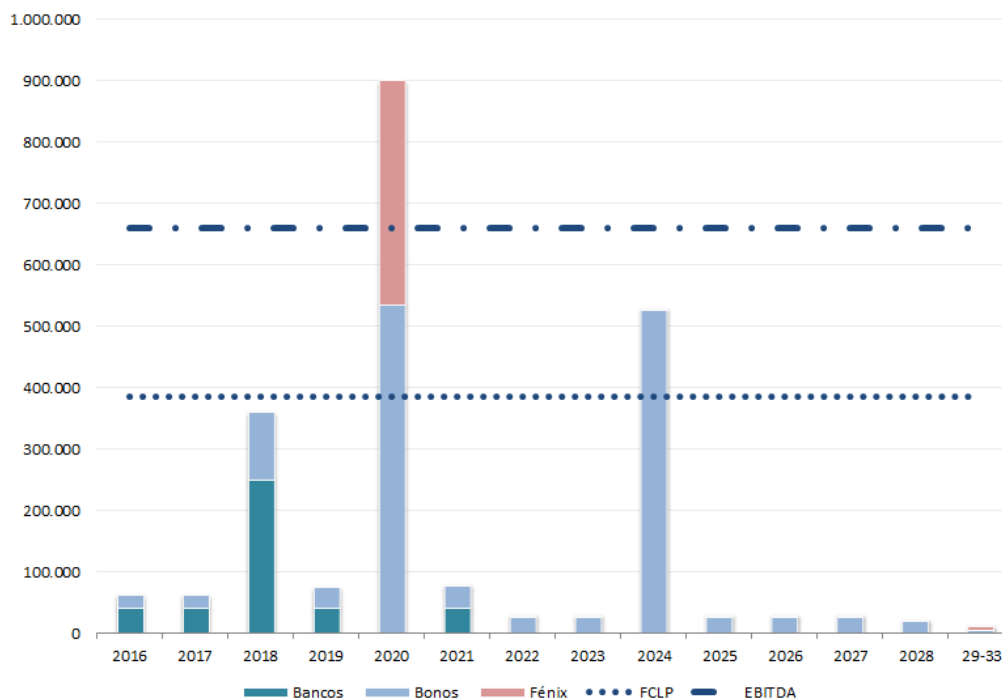
A marzo de 2016, los pasivos financieros de **Colbún** son de US\$ 2.244 millones, de ella un 34,4% corresponde a préstamos bancarios, un 0,7% a leasing, mientras que un 63,4% a bonos y el resto a derivados de cobertura. Cerca del 94,6% de la deuda financiera de la compañía (deuda bancaria y obligaciones con el público) está en dólares, mientras que el resto en unidades de fomento.

La estructura de pagos de **Colbún** se muestra en la Ilustración 6. Entre 2016 y 2017 los vencimientos que debe enfrentar la compañía no representan más de un 16,4% del FCLP y un 9,5% del EBITDA generado por **Colbún** a marzo de 2016, de esta manera en estos dos años la empresa enfrenta suficientes holguras para enfrentar estos pagos, holguras que si bien se mantienen en 2018, se ven reducidas. Sin embargo, en 2020, los vencimientos que debe enfrentar **Colbún** llegan a cerca de US\$ 535 millones, menores al FCLP que la compañía genera a la fecha.

Cabe señalar que el perfil de vencimientos exhibido a continuación incluye la amortización del bono serie H, el que fue prepagado en mayo de 2016 y que tenía fecha de vencimiento el día 10 de junio de 2018.

⁹ Los datos a marzo 2016 consideran los últimos doce meses.

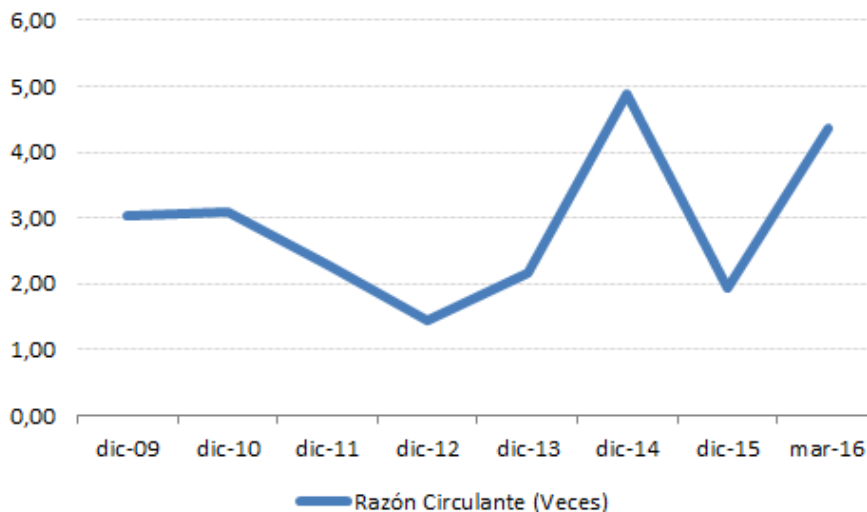
Ilustración 6
Perfil de vencimientos anuales
 (MUS\$. 2016-2033)



Liquidez

Entre 2009 y marzo de 2016 la liquidez, medidos como razón circulante, ha promediado 2,9 veces. Hasta 2011 la empresa había mantenido indicadores 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. En diciembre de 2015, el ratio de liquidez disminuye a 1,93 veces debido a la mayor deuda financiera de corto plazo dada la consolidación de Fenix Power Perú. A marzo de 2016, este indicador cerró en 4,38 veces.

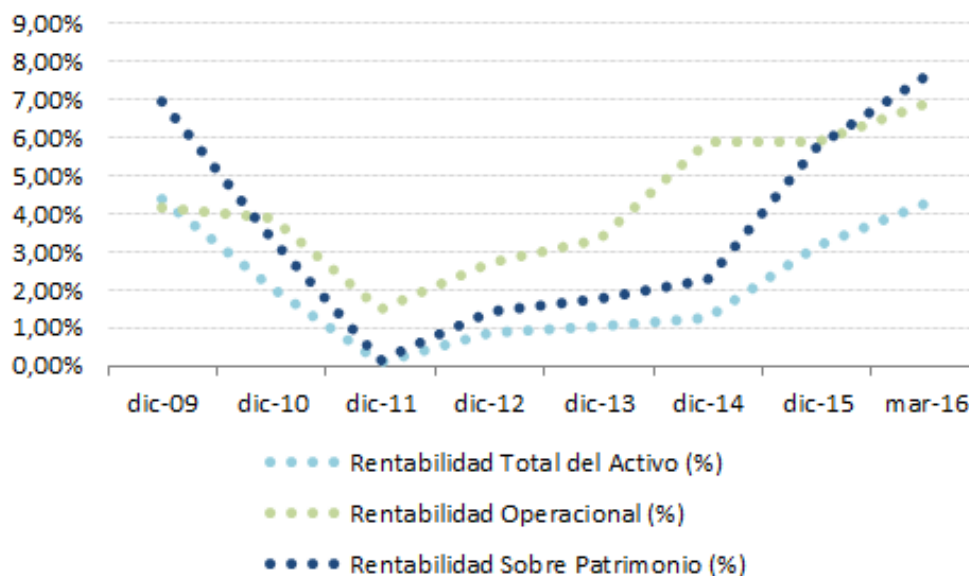
Ilustración 7
Evolución de la razón circulante
(Veces. 2009-marzo 2016)



Rentabilidad¹⁰

La rentabilidad de **Colbún** se vio perjudicada en 2011 por las situaciones explicadas en el presente informe. Sin embargo, posteriormente ha ido mejorando constantemente llegando a valores iguales a 4,26% para la rentabilidad del activo, un 6,92% para la rentabilidad operacional y un 7,63% para la rentabilidad sobre patrimonio, todos los valores a marzo de 2016.

Ilustración 8
Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y sobre patrimonio
(%. 2009-marzo 2016)



¹⁰ 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).

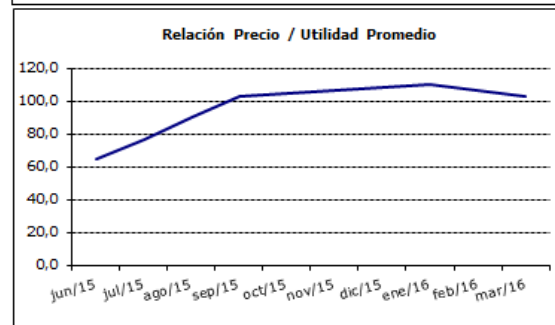
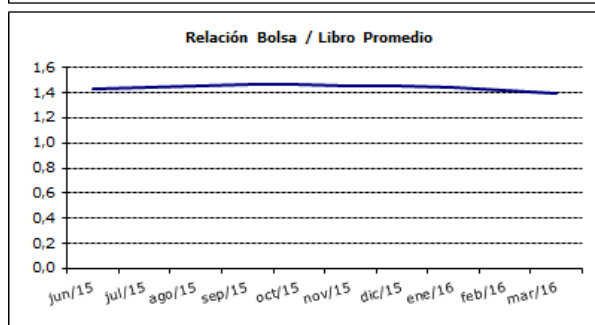
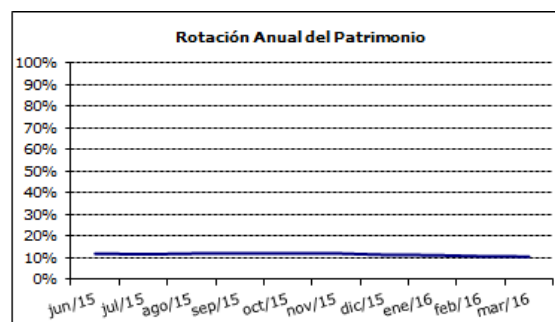
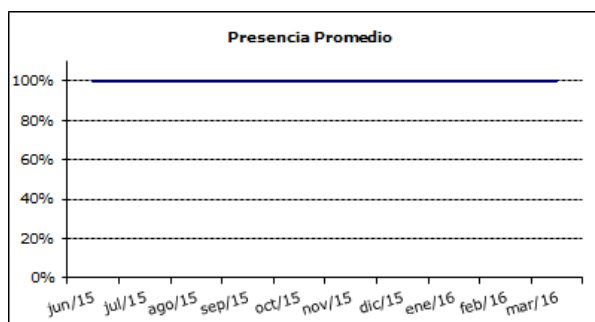
Covenants de las líneas de bonos

Covenants financieros

	Límite	mar-16
Ebitda/Gastos financieros netos	Mayor a 3 veces	7,47 veces
Razón de endeudamiento	Menor a 1,2 veces	0,93 veces
Patrimonio mínimo (MUS\$)	Mayor a 1.348.000	3.532.820

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."