



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe Anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

[carlos.ebersperger@humphreys.cl](mailto:carlos.ebersperger@humphreys.cl)

## Empresa Eléctrica Guacolda S.A.

Septiembre 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

### Categoría de riesgo

Tipo de instrumento	Categoría
Efectos de Comercio Tendencia	<b>Nivel 1/A+</b> <b>Estable</b>
Clasificación Anterior Tendencia	<b>Nivel 1/A</b> <b>Estable</b>
EEFF base	30 de junio de 2011

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

Línea de efectos de comercio

Nº 033 de 09-09-2008

### Estado de Resultados Consolidado IFRS

Cifras en M US\$	2009	2010	Ene-Jun 2009	Ene-Jun 2010	Ene-Jun 2011
Total Ingresos Ordinarios	352.610	448.730	163.746	194.441	262.848
Costo de Ventas	-265.184	-297.937	-133.650	-137.743	-189.266
Gasto de Administración	-9.261	-12.026	-3.963	-6.158	-6.513
Resultado Operacional	78.165	138.767	26.133	50.540	67.069
Gastos Financieros	-17.027	-37.145	-6.234	-17.017	-19.056
Ganancia	56.097	84.723	23.230	26.580	38.396
EBITDA	101.949	174.440	36.157	67.633	85.634

### Balance General Consolidado IFRS

Cifras en M US\$	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2010	30-06-2010	30-06-2011
Activos Corrientes	204.884	156.689	239.678	146.682	258.049
Activos No Corrientes	908.199	1.095.807	1.090.255	1.095.116	1.065.362
<b>Total de Activos</b>	<b>1.113.083</b>	<b>1.252.496</b>	<b>1.329.933</b>	<b>1.241.798</b>	<b>1.323.411</b>
Pasivos Corrientes	121.732	81.982	153.626	94.771	125.389
Pasivos No Corrientes	632.013	700.770	674.023	683.423	654.047
Total Pasivos	753.745	782.752	827.649	778.194	779.436
Patrimonio Total	359.338	469.744	502.284	463.604	543.975
<b>Total de Pasivos y Patrimonio</b>	<b>1.113.083</b>	<b>1.252.496</b>	<b>1.329.933</b>	<b>1.241.798</b>	<b>1.323.411</b>
Deuda Financiera	586.430	690.157	683.937	693.965	655.973

### Balance General Consolidado, NCCh

Cifras en M US\$	2005	2006	2007	2008
Activo Circulante	51.216	57.979	111.779	218.295
Activo Fijo	382.586	381.527	499.147	792.658
Otros Activos	11.073	29.463	42.646	116.589
<b>Total Activos</b>	<b>444.875</b>	<b>468.969</b>	<b>653.572</b>	<b>1.127.542</b>
Pasivo Circulante	55.624	45.332	43.531	122.349
Pasivo Largo Plazo	166.878	190.478	313.864	630.809
Patrimonio	222.373	233.159	296.177	374.384
<b>Total Pasivos</b>	<b>444.875</b>	<b>468.969</b>	<b>653.572</b>	<b>1.127.542</b>
Deuda Financiera	183.005	185.374	282.816	601.135

### Estado de Resultados Consolidado, NCCh

Cifras en M US\$	2005	2006	2007	2008
Ingreso Operacional	148.002	173.292	257.718	358.596
Costo Explotación	-114.138	-138.884	-201.483	-310.789
Gasto Admin. y Venta	-4.828	-4.989	-6.976	-7.918
Resultado Operacional	29.036	29.419	49.259	39.889
Resultado No Operacional	-10.800	-14.163	-18.780	-10.690
Gastos Financieros	-16.797	-13.886	-9.509	-7.133
Utilidad Neta	14.386	12.944	28.014	26.208
EBITDA	46.702	46.676	64.868	55.545

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

Empresa Eléctrica Guacolda S.A. (**Guacolda**) es una compañía del sector eléctrico –principalmente generación– que opera en el Sistema Interconectado Central (SIC). Cuenta actualmente con cuatro unidades de generación a carbón que totalizan una capacidad de 608 MW, lo que a la fecha representa en torno al 5% de la potencia instalada del SIC (12.370 MW) y un 10,4% de la generación en 2010 en dicho sistema.

En 2010 la empresa logró ingresos por US\$ 448,7 millones y un EBITDA de US\$ 174,4 millones, generando 4.481 GWh. Al 30 de junio de 2011 tenía una deuda financiera de US\$ 656 millones.

El cambio de clasificación de la línea de efectos de comercio de **Guacolda** a “Nivel1/A+” (clasificación anterior “Nivel1/A”) responde al mayor volumen de flujo de caja logrado por la empresa a partir de la entrada en funcionamiento de las unidades 3 y 4 de la central (aumento del EBITDA de 71% entre 2009 y 2010, y de 27% entre el primer semestre de 2010 e igual lapso de 2011), lo que le ha permitido duplicar su capacidad instalada de generación eléctrica y morigerar su nivel de concentración. Lo anterior se suma a un elevado nivel de ventas que se realiza a través de contratos (alrededor de 90% de la capacidad de la central), un 70% de las cuales se

vende a distribuidoras eléctricas mediante compromisos de largo plazo, lo que le permite estabilizar sus ingresos y conocer los precios con antelación. Finalmente, se ha tomado en cuenta que el actual perfil de vencimientos de la deuda financiera considera desembolsos anuales relativamente bajos en relación a la generación de caja. Incluso, bajo un escenario de caída importante en el EBITDA la empresa sería capaz de enfrentar el pago de sus compromisos financieros.

Complementariamente, la clasificación de la línea de efectos de comercio de **Guacolda** en "Nivel1/A+" se ve favorecida por la existencia de una cartera de clientes con bajo riesgo operativo y adecuada solvencia (distribuidoras de energía y mineras con escaso riesgo de incumplimiento). Asimismo, la generación eléctrica de la empresa se realiza con unidades a carbón cuya producción presenta poca dependencia de factores externos y con una base de proveedores diversificada, considerándose también que la compañía posee ingresos estables e indexados a los costos del carbón, lo que permite establecer un bajo riesgo de *default* en los pagos de sus obligaciones, en caso de incrementarse los precios de compra de este insumo. Se valora también la ubicación geográfica estratégica en relación a sus clientes mineros, lo que favorece la competitividad de la empresa, y la importancia del suministro eléctrico tanto para sus clientes directos como para todo el país.

Por el contrario, dentro de los principales elementos que restringen la clasificación se considera la alta concentración de las fuentes que generan los flujos monetarios de la empresa y los riesgos asociados al nivel de actividad de la industria minera (sector relevante dentro de los clientes del emisor), lo que se ve atenuado con la entrada en operación de las unidades 3 y 4, las cuales cuentan con contratos asociados a Chilectra.

Otros factores de riesgo considerados en el proceso de clasificación son las características de la propiedad, ya que no existe un socio controlador; los riesgos regulatorios propios del sector eléctrico y medioambiental; el alto nivel de competencia en la industria de generación eléctrica, y la exposición cambiaria, pese a que en la actualidad se encuentra atenuada completamente mediante operaciones de cobertura.

La perspectiva de la clasificación se califica "*Estable*", por cuanto en el corto plazo, en nuestra opinión, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía ni en su nivel de endeudamiento relativo.

En el futuro la clasificación de riesgo de la empresa podría mejorar en la medida que se eleve la rentabilidad de los activos de la compañía y, en paralelo, baje la deuda financiera obtenida para el financiamiento de sus proyectos, de manera que caiga el endeudamiento relativo (deuda financiera sobre generación de flujos de caja).

Para conservar la clasificación es necesario que se mantengan contratos de venta de energía de similares características a los actuales (volúmenes de generación y plazos comprometidos), tanto con clientes libres como con distribuidoras, y que lo anterior se enmarque además en un escenario donde el endeudamiento relativo de la compañía no aumente.

## Definición de Categorías de Riesgo

### Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+”: corresponde a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Nivel 1 (N-1)

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

## Oportunidades y Fortalezas

**Contratos de largo plazo:** Cerca de un 90% de la generación eléctrica de la empresa es vendida a través de contratos de largo plazo, un porcentaje importante de los cuales se extienden hasta 2015 y más allá, habiéndose sustituido los contratos de próximo vencimiento con otros de similares volúmenes de venta. Cabe destacar que las unidades 3 y 4 de **Guacolda** tienen contratos que rigen a partir de enero de 2010 y enero de 2011, respectivamente, para la venta de energía a Chilectra, compañía distribuidora controlada por Enersis (*Categoría AA-* a nivel local).

**Calidad de sus clientes:** Los contratos de suministro de energía implican un flujo de recursos relativamente estable y seguro, considerando la buena calidad de los clientes de la empresa, quienes cuentan con una reconocida solvencia, por corresponder a empresas mineras altamente competitivas en su rubro, compañías estatales y sociedades de distribución eléctrica.

**Generación poco dependiente a factores externos:** La generación eléctrica de la compañía se realiza utilizando carbón o *petcoke*, y por tanto, está en gran medida exenta de factores externos no controlables por ella, como la pluviometría o la disponibilidad de gas natural, lo que le permite una capacidad de producción constante. La independencia de la producción de **Guacolda** de las condiciones hidrológicas de un determinado año –situación que no ocurre en el SIC como un todo– favorece la posición de la empresa en épocas de sequía, al menos en lo relativo a sus ventas en el mercado *spot* (las cuales en todo caso son muy minoritarias en comparación a las ventas con contratos). En términos del carbón, su insumo principal, la empresa tiene acceso a un alto número de proveedores en Chile y el resto del mundo, lo que le otorga alternativas en caso de que alguno falle y tener flexibilidad en los precios de adquisición. Por otra parte, cabe destacar que las unidades 1, 2 y 3 pueden funcionar con *petcoke*, lo que le permite tener costos más bajos que otras centrales a carbón.

**Ubicación geográfica:** La central se sitúa en un punto estratégico del tramo norte del SIC, lo que la deja muy cerca de sus clientes mineros (aproximadamente 25% de sus contratos) y abarata los costos asociados a la transmisión (las restantes compañías mantienen sus centrales en la zona central o sur del sistema). Todo esto refuerza la competitividad del emisor dentro de su zona de operación.

**Característica del servicio:** El uso de energía puede ser considerado como un bien imprescindible para la población y, en este sentido, tal como se ha constatado en el tiempo, su nivel de consumo es relativamente inelástico en períodos recesivos, además de ser un insumo esencial para el desarrollo de las actividades

## Factores de Riesgo

**Flujos concentrados en pocas fuentes:** Los ingresos del emisor provienen fundamentalmente del negocio de generación eléctrica y por lo tanto, se ven afectados por cualquier hecho que incida en los precios del sector y, más específicamente, en el SIC y en la zona norte del sistema. Adicionalmente, la producción se realiza tan sólo en una ubicación geográfica (aunque a través de cuatro unidades de generación), lo que expone los flujos de la empresa ante situaciones que puedan afectar a dichas unidades (paralizaciones, incendios, terremotos, pérdida de competitividad por alzas en combustibles, y otras situaciones similares). Lo anterior se ha visto atenuado en parte con la entrada en operación de las unidades 3 y 4, con las cuales se duplica la capacidad original de generación de la compañía.

**Riesgo asociado al sector minero:** La importancia relativa de los contratos de suministro con empresas mineras lleva a que **Guacolda** incorpore el riesgo de estas compañías, el que está principalmente asociado al ciclo de actividad que puede presentar tal sector productivo. En todo caso, se ve atenuado por la calidad y solvencia de su cartera de clientes. Asimismo, la exposición al sector disminuyó a partir de 2010, cuando la compañía comenzó a vender energía a Chilectra.

**Características de la propiedad:** La empresa cuenta con tres accionistas, uno extranjero con 50% de participación (AES Gener S.A.) y dos locales, cada uno de ellos con el 25% de la propiedad (Empresas Copec S.A. e Inversiones Ultraterra Ltda.). Dada esta estructura, existe la posibilidad que materias propias de los accionistas no sean resueltas de manera ágil si existen divergencias de opinión y cada posición concentre el 50% de las acciones.

**Riesgos regulatorios:** Como toda empresa regulada, el emisor está expuesto a cambios en las normativas legales que afectan al sector. Dentro de las principales variables reguladas están el cálculo de los peajes de transmisión y las multas que pueden aplicar los organismos fiscalizadores. Con todo, se reconoce que tanto la ley como las autoridades del sector tienden a la aplicación de criterios técnicos para el normal funcionamiento de la industria. Adicionalmente a los riesgos regulatorios del sector eléctrico propiamente tal, podemos mencionar los riesgos de regulaciones medioambientales, encontrándose actualmente en evaluación la normativa sobre emisiones para centrales termoeléctricas, no definiéndose aún si ella se aplicará de forma pareja a todas las generadoras, o lo hará de manera diferenciada a las ya en funcionamiento y a las que vayan entrando a los sistemas eléctricos del país. Esto último tiene mayor relevancia en el caso de las dos primeras unidades de Guacolda, las que funcionan desde el período 1995-1996, y por tanto tienen tecnología más antigua en términos de abatimiento de emisiones, a pesar de la incorporación de tecnología adicional que realizó **Guacolda** en estas unidades por la construcción de la unidad 4. Cabe recordar que cerca de un 30% de la inversión de ésta última correspondió a tecnología de control de emisiones.

**Alta competencia de la industria:** El sector de generación eléctrica se ha caracterizado por presentar elevados niveles de competencia, los cuales podrían subir de concretarse el ingreso de nuevos operadores al mercado (MDU y British Gas, entre otras) y de nuevas plantas generadoras de propiedad de las empresas ya

presentes. Así, existen una serie de proyectos de generación a carbón en la Región de Atacama destinados a satisfacer la demanda por energía del sector minero. En términos de la suscripción de contratos, una mayor oferta disminuye la posibilidad de firmar nuevos acuerdos con clientes libres o distribuidoras, por la mayor disponibilidad de energía en el mercado, aunque cabe destacar que los compromisos de suministro de energía de **Guacolda** en su mayoría son de largo plazo, situándose el riesgo en el momento de su expiración.

**Exposición cambiaria:** La mayor parte de los costos de la compañía y de su deuda financiera están expresados en dólares, situación que expone en cierta medida a la empresa a las fluctuaciones en el valor de la divisa estadounidense. En todo caso, este riesgo se encuentra atenuado casi por completo por la indexación de sus tarifas al valor del dólar, aunque permanece la diferencia de plazos entre el período de recaudación y el de pago de los compromisos financieros

## Hechos Recientes

### Año 2010

El año pasado los ingresos consolidados de **Guacolda** llegaron a US\$ 448,7 millones, lo que representó un incremento de 27,3%. Cabe recordar que el 1 de marzo de 2010 comenzó su operación la unidad 4 de la central, de igual capacidad instalada de generación que las otras tres (152 MW), lo que explica el aumento de las ventas de la compañía. La generación de electricidad de esta unidad es utilizada por la empresa para cumplir con nuevos contratos con Chilectra de entrada en vigencia en 2011, por lo que entre marzo de 2010 y diciembre del mismo año la generación extra proveniente de la unidad 4 fue vendida a través del mercado *spot* del SIC. En total, la empresa generó 4.481 GWh en 2010, lo que implica un aumento de 39,7%.

En tanto, los costos de explotación de 2010 llegaron a US\$ 297,9 millones, subiendo en 12,4% por el mayor uso de combustibles como consecuencia del incremento en el volumen de generación, aunque la menor tasa de aumento de ellos en relación a los ingresos significó que el margen de explotación llegase a US\$ 150,8 millones, expandiéndose en 72,5% y mejorando desde un 24,8% de los ingresos a un 33,6%.

El gasto de administración creció en 29,9% hasta US\$ 12 millones, principalmente por un mayor gasto en seguros operacionales, aunque cabe hacer notar que esta partida representa un porcentaje reducido de los ingresos. De este modo, con las anteriores variaciones, el resultado operacional de 2010 fue de US\$ 138,8 millones, creciendo así 77,5% y pasando de 22,2% a 30,9% de los ingresos. El EBITDA creció 71,1%, hasta US\$ 174,4 millones, y desde 28,9% de los ingresos a un 38,9%.

### Primer semestre de 2011

En este período los ingresos llegaron a US\$ 262,8 millones, incrementándose 35,2% en relación a igual lapso de 2010, lo que se explica tanto por un aumento del precio promedio de venta como por el mayor volumen de generación física (2.491,0 GWh contra 2.118,3 GWh), esto último debido a que la unidad 4 de la central inició sus operaciones en marzo de 2010.

Los costos de venta, en tanto, subieron en 37,4% hasta US\$ 189,3 millones, tanto por el mayor volumen de generación como por mayores costos del combustible utilizado. Con ello, el margen de explotación del semestre fue de US\$ 73,6 millones, representando un 28% de los ingresos (29,2% en el primer semestre de 2010)

Los gastos de administración fueron de US\$ 6,5 millones, subiendo así 5,8%, con lo que el resultado operacional creció 32,7% a US\$ 67,1 millones (25,5% de los ingresos contra 26% un año atrás). Mientras, el EBITDA fue de US\$ 85,6 millones, creciendo 26,6% (con respecto a los ingresos pasó de 34,8% a 32,6%, aunque cabe destacar que hace un año la producción de la unidad 4 se vendía al mercado *spot*, antes de la entrada en vigencia de un contrato con Chilectra).

### Eventos recientes

Recientemente, entraron en vigencia los contratos de suministro eléctrico de **Guacolda** tanto para clientes regulados (año 2010) como para los cliente libres (año 2011) de Chilectra, distribuidora de electricidad de la Región Metropolitana, además de un contrato de suministro a clientes regulados de Empresa Eléctrica de Puente Alto (EEPA), por un total de 800 GWh al año.

El 18 de agosto de 2010 se aprobó el Estudio de Impacto Ambiental (EIA) de la unidad 5 de **Guacolda**. Esta unidad contaría también con 152 MW de potencia de generación, aunque a la fecha el directorio de la empresa no ha tomado la decisión sobre su construcción, la que, de acuerdo a la información ingresada en el EIA, requeriría una inversión de US\$ 235 millones.

El 3 de febrero de 2011 se comunicó la renuncia de Sergio del Campo Fayet a la gerencia general de la empresa, siendo reemplazado de manera temporal y posteriormente definitiva (desde el 31 de mayo) por don Marco Arróspide Rivera.

## Antecedentes Generales

### Propiedad

La propiedad de **Guacolda** se distribuye de la siguiente manera:

Nombre de Accionistas	Nº de acciones pagadas	Participación
AES Gener S.A.	108.845.612	50%
Empresas Copec S.A.	54.422.806	25%
Inversiones Ultraterra Ltda.	54.422.806	25%
TOTAL	217.691.224	100%

AES Gener S.A. es una sociedad anónima abierta orientada fundamentalmente a la generación de electricidad en Chile. Sirve al SIC a través de cuatro centrales hidroeléctricas de pasada, tres centrales termoeléctricas a carbón, tres centrales turbo gas/petróleo *diesel*, una central de ciclo combinado a gas natural y una central a petróleo diesel (pertenecientes a su filial Eléctrica Santiago), una central termoeléctrica a carbón perteneciente a la coligada Empresa Eléctrica Guacolda S.A., y dos centrales de cogeneración y una turbina a vapor de su filial Energía Verde. La compañía es también proveedora de energía del Sistema Interconectado del Norte Grande (SING) a través de sus filiales Norgener, con una central a carbón/vapor, y TermoAndes, con una planta de ciclo combinado.

Empresas Copec S.A. es un *holding* financiero diversificado que está presente, a través de sus filiales y coligadas, en distintos sectores económicos, agrupados en dos grandes áreas de especialización: energía y recursos naturales. En energía está presente en la distribución de combustibles líquidos, gas licuado y gas natural. En recursos naturales participa en las industrias forestal, pesquera y minera.

Inversiones Ultraterra Ltda. es una sociedad perteneciente a la familia von Appen y sus inversiones más importantes se concentran en el sector naviero.

## Activos y generación

### Líneas de negocio

**Guacolda** participa en las siguientes actividades:

- Producción, transporte y suministro de energía eléctrica.
- Negocio portuario, para lo que cuenta con un muelle mecanizado.

Con todo, en la práctica **Guacolda** se ha desarrollado como una empresa de generación eléctrica, siendo este negocio el que determina la generación de flujos y los riesgos del emisor.

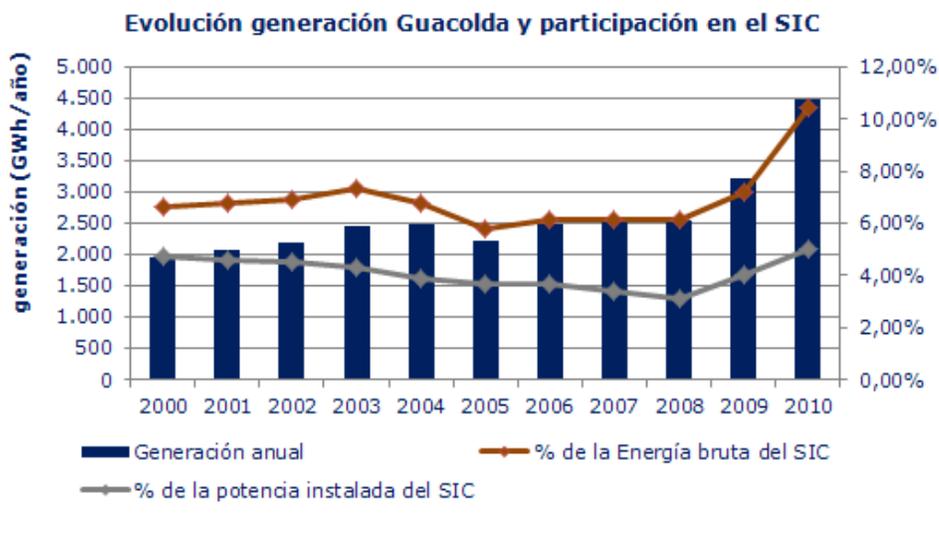
**Guacolda** posee a la fecha una central termoeléctrica a carbón con cuatro unidades de generación de 152 MW de potencia cada una, ubicadas en la ciudad de Huasco (Región de Atacama), totalizando una capacidad instalada de generación de 608 MW. La primera unidad fue entregada al sistema el primero de noviembre de 1995 y la segunda unidad fue entregada el 22 de agosto de 1996. Como se comentó, la tercera y cuarta unidades entraron en funcionamiento entre 2009 y 2010. La conexión al sistema SIC se realiza en la subestación Maitencillo.

Dentro de los activos del emisor se incluyen, además, una subestación de 220 kV, dos líneas de transmisión de 220 kV con una extensión de 34 kilómetros y compuestas por dos circuitos con capacidad de 340 MW cada uno entre las unidades 1 y 4 y la subestación Maitencillo, y otra línea de transmisión de 133 kilómetros de dos circuitos de 220 kV entre las subestaciones Maitencillo y Cardones.

Además, la empresa cuenta con un muelle mecanizado de descarga, con dos grúas de quince toneladas de capacidad cada una. El Terminal Marítimo "Guacolda I" posee un muelle de servicios para abrigar embarcaciones menores y una cancha de almacenamiento de carbón de cinco hectáreas. La empresa genera ingresos por todos estos conceptos.

La empresa cuenta con una filial, Compañía Transmisora del Norte Chico S.A., dedicada al rubro de la transmisión eléctrica. Al 30 de junio de 2011 contaba con activos por US\$ 10,9 millones.

La generación anual de electricidad de la empresa fue bastante estable en el período 2003-2008, oscilando en torno a los 2.500 GWh anuales, lo que muestra la elevada disponibilidad y confiabilidad de las unidades generadoras. Entre 2008 y 2010 aumentó el volumen generado al entrar en funcionamiento las unidades 3 y 4 del complejo, previéndose que en 2011 también exista un incremento en la producción al funcionar un año completo la unidad 4.



## Cientes de Guacolda

Como se mencionó anteriormente, el grueso de los ingresos de la compañía está asociado a contratos a largo plazo, cuyos precios están indexados a los principales costos productivos de la compañía, en particular el carbón, lo que hace que tanto los ingresos como los márgenes de la misma sean relativamente constantes y predecibles en el tiempo. Además, la estrategia de **Guacolda** en los últimos años ha sido de sustituir los contratos que han ido venciendo, de modo que cerca de un 90% de su capacidad de generación está comprometida para la venta para, al menos, los próximos cinco años.

La empresa ha firmado contratos de suministro eléctrico con compañías del área minera: ENAMI, Minera Candelaria, Minera Ojos del Salado, Compañía Minera Maricunga, Compañía Minera Nevada, AES Gener, y Minera Can-Can. Adicionalmente, tiene contratos con las distribuidoras eléctricas Chilectra, CONAFE y EEPA, y la generadora AES Gener.

A partir de 2011, cuando entran en vigencia nuevos contratos con Chilectra y EEPA, la venta a distribuidoras de energía representará una proporción importante de los ingresos de **Guacolda** (alrededor de 70% si se incluye el contrato con Chilectra para que ésta surta a sus clientes regulados), lo que representará una fuente de estabilidad de los flujos de la empresa, en particular si se considera la alta clasificación de solvencia asignada a tales empresas o a sus controladores.



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

#### - Clientes regulados

Corresponde a aquellos que se abastecen por intermedio de las compañías distribuidoras. Con el objeto de procurarse la energía necesaria para satisfacer la demanda de sus clientes, las distribuidoras deben realizar licitaciones, las que se adjudican de acuerdo al precio ofrecido por las generadoras. Anteriormente, los precios pagados por distribuidoras a las generadoras correspondían al precio nudo fijado por la autoridad de acuerdo a una serie de variables (precio promedio esperado del *spot* en los siguientes 24 meses). En la actualidad aún subsisten contratos bajo esta modalidad de precio, los que en la medida que venzan deberán ser reemplazados por la nueva modalidad de adjudicación.

#### - Clientes libres

Los clientes libres son aquellos con consumos superiores a 2 MW y que convienen libremente sus precios con sus proveedores (las generadoras).

La ley N° 19.940, publicada el 13 de marzo de 2004, con el objetivo de ampliar el mercado de los clientes libres facultó a los usuarios de potencia conectada superior a 500 KW y hasta 2 MW a optar entre un régimen de tarifa regulada (comprando energía a una distribuidora) o uno de precios libres, por un período mínimo de cuatro años de permanencia en el régimen elegido.

#### - Clientes del mercado *spot*

El mercado *spot* es la instancia de transferencia de energía entre las generadoras de un sistema interconectado (en el SIC, Endesa, Colbún, AES Gener y **Guacolda**, entre otras). Está destinado a suplir los déficit de producción y, adicionalmente, puede ser usado por una generadora para comprar energía a precios inferiores a sus propios costos de producción, aunque esto último no siempre se verifique (depende de cuál sea el costo marginal del sistema en el momento).

Los excedentes de energía de las generadoras son vendidos a través del Centro de Despacho Económico de Carga del SIC (CDEC-SIC). Este organismo coordina a las empresas para que en cada momento sean las plantas generadoras más eficientes (en términos de costos variables de generación) las que produzcan electricidad, lo cual puede significar que existan centrales que no funcionen, siendo el precio del mercado *spot* el costo variable de generación de la unidad más ineficiente. Este precio depende fuertemente de la condición hidrológica del momento, puesto que las generadoras hidroeléctricas conforman la base de generación del sistema, junto con las centrales térmicas más eficientes, como el carbón; por lo tanto, en años de sequía disminuye el aporte de las primeras, lo que obliga a aumentar el porcentaje de generación del SIC que se realiza por medios térmicos (más ineficientes).

## Proveedores

Como se explicó en el acápite anterior, en el mercado eléctrico chileno las generadoras compran y venden energía eléctrica. Durante los períodos de mantención y cuando la central no es requerida a su máxima capacidad, dado que se privilegian los despachos a mínimo costo dentro del sistema eléctrico, **Guacolda** debe comprar energía en el mercado *spot* para cubrir los contratos con sus clientes, aunque ello ocurre sólo en períodos de baja demanda, dada su eficiencia dentro del SIC. Durante esos períodos, otras generadoras del sistema se transforman en proveedoras de la empresa.

**Guacolda** se provee de *petcoke* en de las refinerías del estado de Texas, EE.UU, ubicadas en el golfo de México. En tanto, para las adquisiciones de carbón recurre a proveedores locales (Punta Arenas), así como de Colombia, Estados Unidos y otros lugares del mundo, contando en ese sentido con una alta diversificación de fuentes. La combinación en el uso de carbón y *petcoke* permite que la compañía estabilice sus costos operacionales en función del precio internacional del carbón. Asimismo, es importante mencionar que las nuevas unidades (3 y 4) poseen la capacidad de producir energía en base a un porcentaje mayor de *petcoke*, lo que las convierte en unidades más costo-eficientes.

Para el cumplimiento de la Ley de Energías Renovables no Convencionales (ERNC), que estipula que el 5% de la energía vendida por contratos firmados desde el 1 de enero de 2007 debe provenir de unidades generadoras calificadas como ERNC, **Guacolda** ha firmado contratos de suministro con Hidroeléctrica Puclaro S.A. e Hidroeléctrica Trueno S.A.

## Antecedentes del Mercado

El sector eléctrico chileno está claramente diferenciado en tres sub-sectores: generación, transmisión y distribución.

### - Generación

Se organiza en torno a cuatro sub-sistemas:

- Sistema Interconectado del Norte Grande (SING): Abarca la Primera y la Segunda regiones. La generación es en casi 100% de origen termoeléctrico.

- Sistema Interconectado Central (SIC): Desde Taltal hasta la Décima Región. La generación en un año hídrico normal es aproximadamente 55%-60% hidroeléctrica y 45%-40% termoeléctrica. En este sistema opera **Guacolda**.
- Sistema de Aysén: Una sola empresa (EDELAYSEN S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es mayoritariamente termoeléctrica, con un porcentaje hidroeléctrico y eólico.
- Sistema de Magallanes: Una sola empresa (EDEL MAG S.A.) realiza las actividades de generación, transmisión y distribución. La generación es 100% termoeléctrica.

### - 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 suministra. Por medio de las líneas de transmisión se puede transportar la energía de cualquier generadora que lo solicite, pagando el peaje correspondiente.

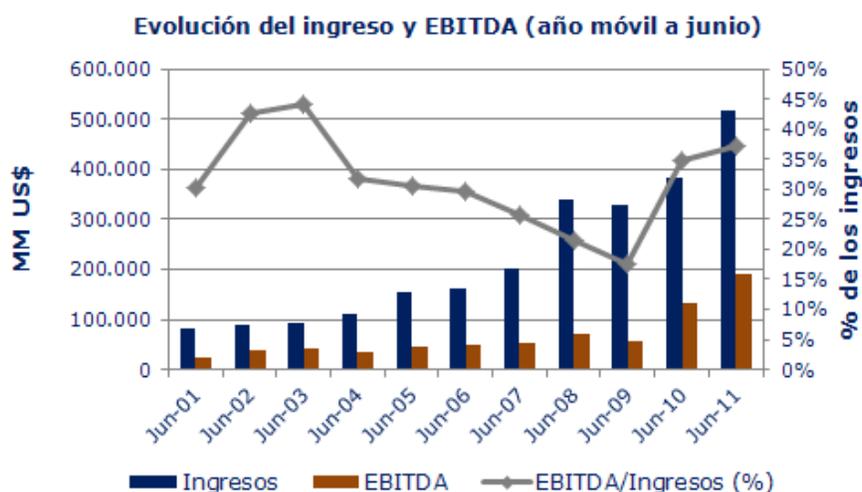
### - Distribución

Proceso de intermediación entre los generadores y clientes finales con precio regulado. Los precios regulados corresponden a la suma del precio de la energía más el valor agregado de distribución (VAD).

## Evolución Financiera<sup>1</sup>

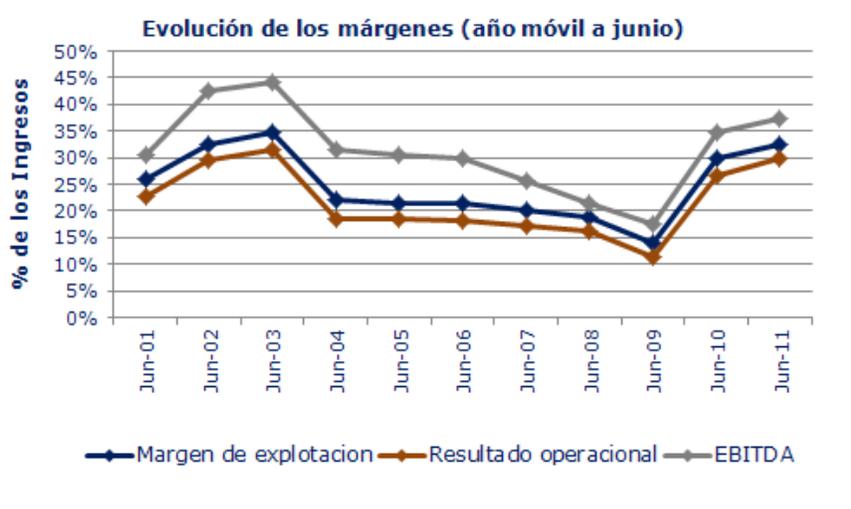
### Evolución de ingresos, EBITDA y generación eléctrica

En términos de ingresos y EBITDA la compañía ha mostrado una evolución positiva que responde a un aumento en el precio nudo de la energía y a la indexación de los precios en los últimos años, a consecuencia de mayores costos del carbón. En 2008, como resultado del alza del precio de la energía en el SIC, se apreció un fuerte aumento en los ingresos. Como se aprecia en el gráfico siguiente, otra fuente de incremento de los ingresos ha sido la instalación de las unidades 3 y 4 de la central, cuyo ingreso al sistema se produjo en 2009 y 2010, respectivamente.



<sup>1</sup>Para los análisis financieros del período 2008-2010 se utilizan las cifras bajo IFRS, mientras que para los años anteriores los estados financieros bajo PCGA.

En tanto, los costos de explotación experimentaron un alza hasta 2008 como proporción de los ingresos, a consecuencia de los mayores precios del carbón, lo que repercutió también en que los márgenes de la empresa, medidos sobre los ingresos, cayeran continuamente hasta 2008, lo que tenderá a subsanarse al aumentar la importancia relativa de los nuevos contratos, los que contemplan cláusulas de indexación de precios a los costos productivos de generación, situación que ya se observa desde 2010, con una recuperación relevante del nivel de márgenes.



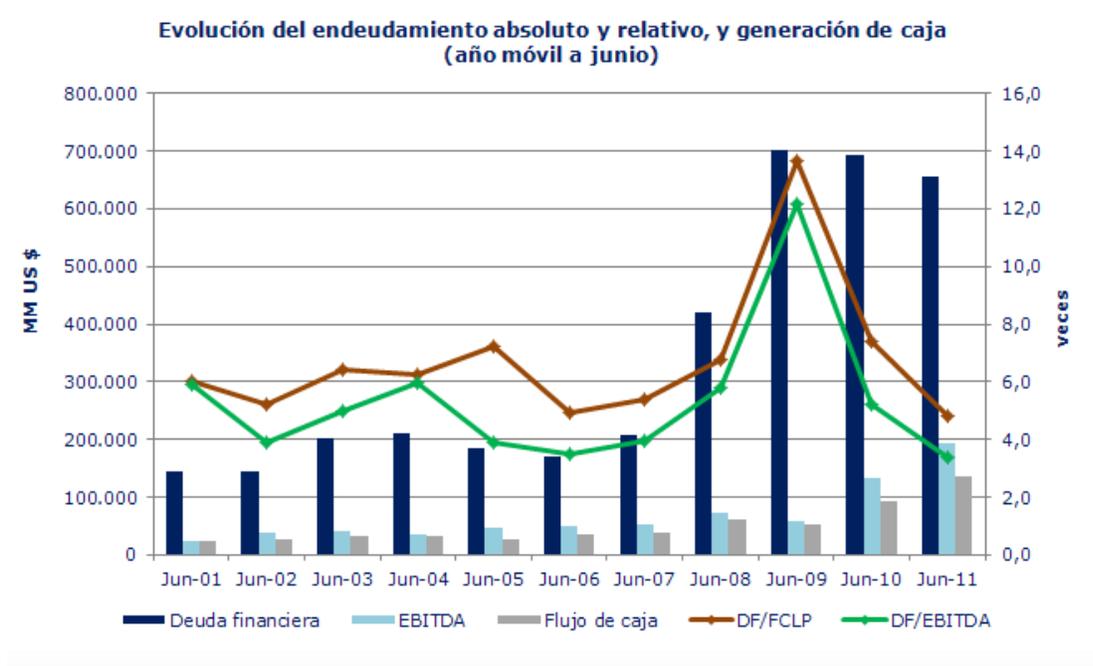
### Evolución del endeudamiento financiero

La deuda financiera (DF) de **Guacolda** ha estado asociada principalmente al financiamiento de las unidades de generación. Esto explica el aumento experimentado por el total de la deuda financiera entre fines de 2007 y 2008, cuando la empresa tomó créditos para costear la construcción de las unidades generadoras 3 y 4, lo que incrementó también su endeudamiento relativo. Adicionalmente, la empresa utilizó a fines de 2008 la línea de efectos de comercio para la adquisición de carbón, aunque en la actualidad dicha línea no presenta uso.

Tales créditos explican el fuerte salto de la relación deuda financiera sobre EBITDA y sobre el “Flujo de caja de largo plazo” (FCLP)<sup>2</sup>, observado a fines de 2007 y comienzos de 2008, hasta niveles en torno a las quince veces. La mayor generación de caja ha hecho disminuir estos valores hasta niveles de 3,4 veces en el primer caso y 4,8 veces en el segundo<sup>3</sup>. A continuación se presenta la evolución de ambos indicadores para la deuda financiera:

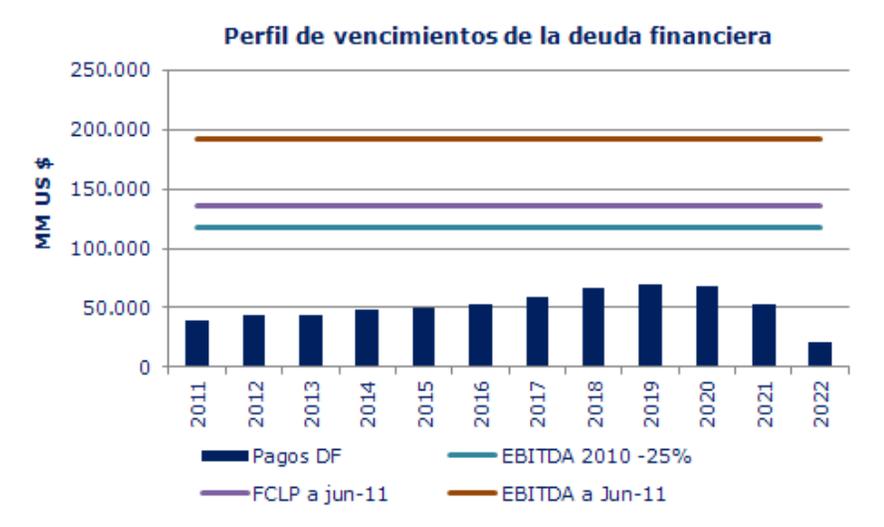
<sup>2</sup> Indicador calculado por **Humphreys** del flujo de caja disponible (luego del pago de impuestos e intereses) que incluye la rentabilidad histórica porcentual de los activos de la compañía, aplicado sobre el nivel actual de activos.

<sup>3</sup> Usando flujos del año móvil a marzo y deuda financiera al 30-06-2011.



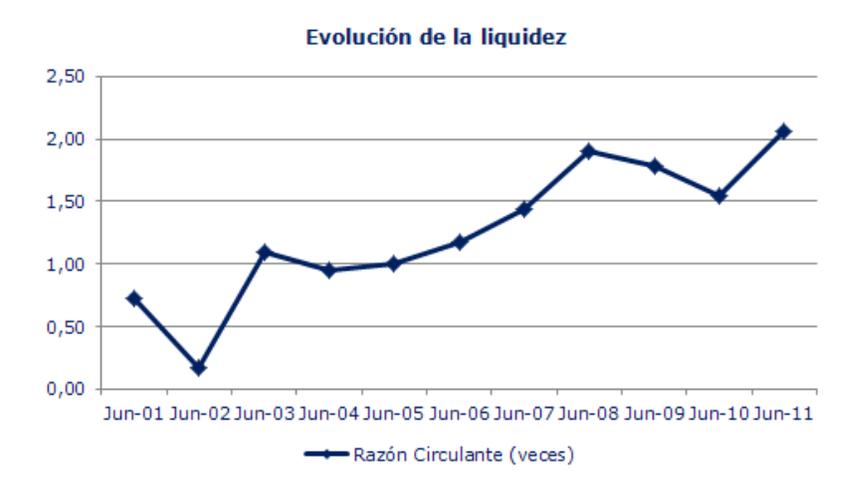
Al 30 de junio de 2011 la empresa presentaba US\$ 655,97 millones de pasivos financieros, de los cuales US\$ 585,6 millones correspondían a créditos cuya amortización final ocurrirá en 2022. El crédito para la unidad 4 cuenta con la garantía de las plantas y equipos de la central. Adicionalmente, ha contratado instrumentos derivados para cobertura, correspondientes a *swaps* de tasas de interés con el objeto de cubrirse de las variaciones de la tasa *libor* con que están contratados los créditos descritos, llegando esta misma fecha a US\$ 70,4 millones, aproximadamente.

El total de amortizaciones anuales de esta deuda es creciente en el tiempo, por lo que en los años inmediatamente venideros los pagos son relativamente holgados en relación al EBITDA obtenido en 2010 (un 25% de éste), aunque incluso en los años de mayores amortizaciones existe una holgura relativamente importante. Debe tomarse en cuenta que 2011 será el primer año en que las cuatro unidades de generación de la central operarán el período completo, por lo que la generación de caja debiera ser mayor que en 2010.



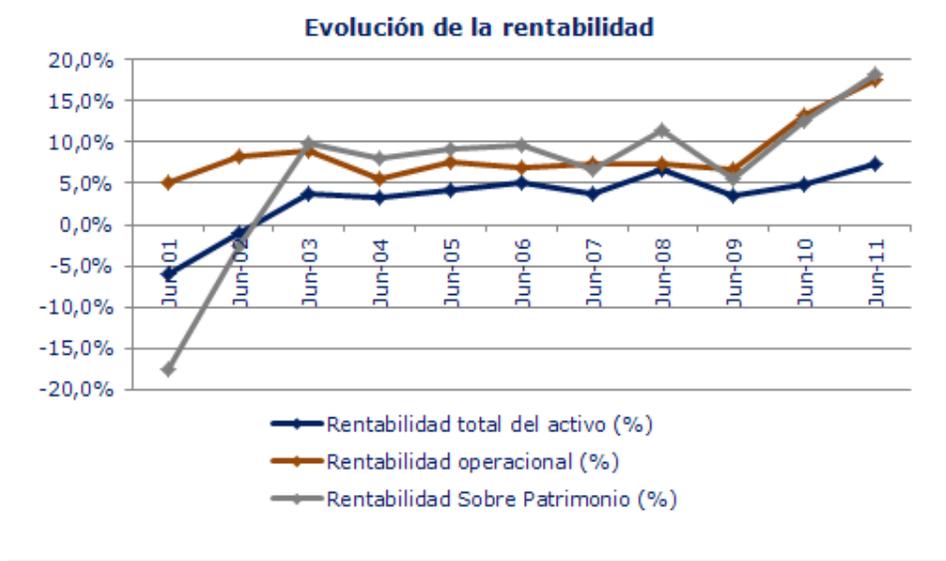
### Evolución de la liquidez

La liquidez de la empresa, expresada como razón circulante (activos circulantes sobre pasivos circulantes, o corrientes bajo las normas IFRS), ha tenido una evolución favorable en los últimos años, hacia un valor superior a una vez y cercano a las dos veces en los últimos dos periodos. Esta situación está relacionada con la estructura de la deuda financiera de la empresa, la que presenta pagos anuales razonables en relación a la generación de caja, además de un mayor volumen de efectivo y equivalentes derivado de la mayor generación de flujos de caja.



### Evolución de la rentabilidad<sup>4</sup>

La rentabilidad operacional, de los activos y del patrimonio fueron bastante estables entre 2002 y 2009, incrementándose a partir de 2009 producto del aumento de la generación eléctrica y mejores márgenes obtenidos derivados del mayor volumen de actividad.



<sup>4</sup> Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución y terrenos); rentabilidad operacional = Resultado operacional / Activos Corrientes Promedio +Propiedades Planta y Equipo, Promedio; Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

*“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”*