



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos Ebersperger H.

Tel. 56 – 2 – 433 52 19

Carlos Ebersperger @humphreys.cl

Empresa Eléctrica Guacolda S.A.

Septiembre 2010

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Efectos de Comercio Tendencia	Nivel 1/A Estable
EEFF base	30 de junio de 2010

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
Total Activos	444.875	468.969	653.572	1.127.542
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
Total Pasivos	444.875	468.969	653.572	1.127.542
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

Balance General Consolidado IFRS

Cifras en M US\$	31-Dic-08	30-Jun-09	31-Dic-09	30-Jun-10
Activos Corrientes	204.884	157.856	156.689	146.682
Activos No Corrientes	908.199	1.047.975	1.095.807	1.095.116
Total de Activos	1.113.083	1.205.831	1.252.496	1.241.798
Pasivos Corrientes	121.732	88.252	81.982	94.771
Pasivos No Corrientes	632.013	680.293	700.770	683.423
<i>Total de Pasivo</i>	<i>753.745</i>	<i>768.545</i>	<i>782.752</i>	<i>778.194</i>
<i>Patrimonio Neto Total</i>	<i>359.338</i>	<i>437.286</i>	<i>469.744</i>	<i>463.604</i>
Total de Patrimonio Neto y Pasivos	1.113.083	1.205.831	1.252.496	1.241.798
Deuda Financiera	586.430	643.690	690.157	693.965

Estado de Resultados Consolidado IFRS

Cifras en M US\$	Ene-Dic 2008	Ene-Dic 2009	Ene-Jun 08	Ene-Jun 09	Ene-Jun 10
Total Ingresos Ordinarios	358.596	352.610	194.271	163.746	194.441
Costo de Ventas	-315.685	-265.184	-166.731	-133.650	-137.743
Gastos de Administración	-7.918	-9.261	-4.130	-3.963	-6.158
Resultado Operacional	34.993	78.165	23.410	26.133	50.540
Gastos Financieros	-7.133	-17.027	-3.693	-6.234	-17.017
Ganancia atribuible a los accionistas	16.350	56.097	15.923	23.230	26.580
EBITDA	54.983	101.949	33.415	36.157	67.633

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Empresa Eléctrica Guacolda S.A. (**Guacolda**) es una compañía del sector eléctrico -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 (12.114 MW) y un 7,7% de la generación en 2009 en dicho sistema.

Durante 2009 la empresa tuvo ingresos por US\$ 353 millones bajo IFRS y un EBITDA de US\$ 102 millones, generando 3.207 GWh. Al 30 de junio de 2010 tenía una deuda financiera de US\$ 694 millones.

Las principales fortalezas de **Guacolda** que sirven como fundamentos para su clasificación son su ubicación geográfica estratégica (que favorece la competitividad de la empresa), la suscripción de contratos de ventas a largo plazo (que entrega estabilidad a los flujos del emisor) y la existencia de una cartera de clientes con bajo riesgo operativo y de solvencia (bajo riesgo de incumplimiento de la contraparte).

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida porque la generación de la empresa se realiza con unidades a carbón cuya producción presenta baja dependencia de factores externos, y por la importancia del suministro eléctrico tanto para sus clientes directos como para todo el país. Asimismo, 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.

Desde otra perspectiva, dentro de los principales elementos que restringen la clasificación, se considera la concentración en las fuentes de generación de flujos monetarios y los riesgos asociados al nivel de actividad de la industria minera (sector relevante dentro de los clientes del emisor). Lo anterior 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; la exposición cambiaria, pese a que en la actualidad se encuentra atenuada completamente mediante operaciones de cobertura; los riesgos regulatorios propios del sector eléctrico y medioambiental, y el alto nivel de competencia en la industria.

La perspectiva de la clasificación se califica como "*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 se disminuya la deuda financiera obtenida para el financiamiento de sus proyectos, de manera de obtener una mejor relación deuda financiera sobre generación de flujos, disminuyendo el endeudamiento relativo.

Para conservar la clasificación es necesario que se conserven los actuales contratos de venta de energía, tanto con clientes libres como con distribuidoras, y que lo anterior se enmarque además en un escenario en que 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 del 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.

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, con un porcentaje importante de las ventas comprometido mediante contratos que se extienden hasta el año 2015 y más allá. 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, en particular empresas mineras altamente competitivas en su rubro, empresas del Estado y sociedades de distribución eléctrica.

Generación con baja dependencia de factores externos: La generación eléctrica de la compañía está en gran medida exenta de factores externos no controlables por ella, como la pluviometría o la disponibilidad o no 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 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 falla de alguno y también le permite 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 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 y, en este sentido, tal como se ha constatado en el tiempo, su nivel de consumo es relativamente inelástico en períodos recesivos, y presenta un crecimiento altamente predecible en el tiempo, incluso a tasas superiores que las del PIB chileno.

Factores de Riesgo

Concentración de generación de flujos: 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 cualquier situación que pueda afectar a dichas unidades (paralizaciones, incendios, pérdidas de competitividad, fallas 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, este riesgo se ve atenuado por la calidad y solvencia de su cartera de clientes. Asimismo, la exposición al sector minera disminuyó a partir del año 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 la estructura actual de la propiedad, siempre existe la posibilidad que materias que sean propias de los accionistas no sean resueltas de manera ágil, producto de que -ante divergencias de opinión- existe la posibilidad que las acciones se concentren en 50% para cada posición.

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.

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 por completo por la indexación de sus tarifas al valor del dólar.

Nivel de competencia de la industria: El sector de generación eléctrica se ha caracterizado por presentar elevados niveles de competencia, los cuales podrían incrementarse de concretarse el ingreso de nuevos operadores al mercado (SN Power, Pacific Hydro, MDU y British Gas, entre otras) y de nuevas plantas generadoras de propiedad de las empresas ya existentes. 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.

Hechos Recientes

A partir del cuarto trimestre de 2009 **Guacolda** reporta sus estados financieros bajo la norma contable IFRS, usando como moneda funcional el dólar de los Estados Unidos de América.

Año 2009

En 2009 la generación de la Central Termoeléctrica Guacolda alcanzó los 3.207 GWh, incrementándose un 26,8% en relación a 2008 a causa de la entrada en funcionamiento de la unidad 3 del complejo. Las ventas de energía de 2009 alcanzaron 3.090,3 GWh, un 40,5% de ellas a clientes libres del área minera (48% en 2008), un 46,5% a empresas distribuidoras (52% en 2008) y el 13% al mercado *spot* del SIC (sin ventas en 2008).

Durante 2009 **Guacolda** tuvo ingresos por US\$ 352,6 millones, implicando una disminución de 1,7%, originada en menores precios de la energía, parcialmente compensados con el aumento de ventas por la mayor generación. Los costos de explotación llegaron a US\$ 265,2 millones, un descenso de 16% respecto al año anterior que se explica por las menores compras en el mercado *spot*, y que implicaron un desembolso monetario un 73% inferior al de 2008. Con ello, el margen de explotación mejoró desde un 12% a un 24,8% de los ingresos. Los gastos de administración se incrementaron un 17% hasta US\$ 9,3 millones.

Como consecuencia de la mayor generación y de los menores costos, el resultado operacional de 2009 se elevó un 123% anual, llegando a US\$ 78,2 millones, mientras que el EBITDA creció un 85,4% hasta US\$ 102 millones. Para este último indicador también debe tenerse en cuenta que, como consecuencia de la entrada de la unidad 3, la depreciación del ejercicio creció un 19% en comparación a 2008. El resultado del ejercicio de 2009 llegó a US\$ 56 millones (aumento anual de 243%), impulsado por el resultado operacional y la reversión de las pérdidas de cambio.

Primer semestre de 2010

Durante la primera mitad de 2010 la empresa generó 1.927,3 GWh, un aumento de 54% en comparación al primer semestre de 2009, lo que se explica por la entrada en funcionamiento de las unidades 3 y 4 de la central.

El mayor nivel de generación se tradujo en una expansión de 18,7% en los ingresos del semestre, los que ascendieron a US\$ 194,4 millones. Cabe destacar que la entrada en funcionamiento de la unidad 4 ha implicado que la energía generada en ella se venda al mercado *spot*, en el cual se han verificado altos precios en relación a 2009. Estas ventas continuarán hasta fines de 2010, puesto que en 2011 se inicia un segundo contrato de abastecimiento con Chilectra. Los costos de explotación aumentaron tan sólo un 3,1%, alcanzando US\$ 137,7 millones, con lo que el margen de explotación subió desde un 18,4% a un 29,2% de los ingresos, lo que en buena parte se debe al menor nivel de compras en el mercado *spot* del SIC.

Los gastos de administración semestrales aumentaron 55% hasta US\$ 6,2 millones. El resultado operacional se expandió un 93,4%, llegando a US\$ 50,5 millones, mientras que el EBITDA creció 87%, alcanzando US\$ 67,6 millones. La utilidad del primer semestre creció un 14,4%, por el mayor resultado operacional, aunque frenada por el mayor gasto por intereses derivado de los créditos para financiar las unidades 3 y 4.

Eventos recientes

El 31 de julio de 2009 entró en funcionamiento la unidad 3 de la central, mientras que el 1 de marzo de 2010 comenzó sus operaciones la unidad 4. Ambas generadoras, al igual que la 1 y la 2, poseen una capacidad instalada de 152 MW, con lo que **Guacolda** duplicó su capacidad instalada.

En diciembre de 2009 se inauguró la segunda línea de transmisión eléctrica de doble circuito entre Guacolda y Maitencillo (Región de Atacama), de 37 Km. de longitud y 220 kV.

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.

Antecedentes Generales

Propiedad

La propiedad de Guacolda se distribuye de la siguiente manera:

Nombre de Accionistas	N° 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, dos centrales termoeléctricas a carbón y tres centrales turbogas/petróleo *diesel*. También sirve al SIC mediante 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, 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 Termo Andes, 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. Las actividades de Empresas Copec se agrupan 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.

Líneas de negocio

La empresa 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.

Activos

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 posee una filial, Compañía Transmisora del Norte Chico, dedicada al rubro de la transmisión eléctrica. Al 31 de diciembre de 2009, poseía activos por US\$ 11,4 millones e ingresos por US\$ 10 millones.

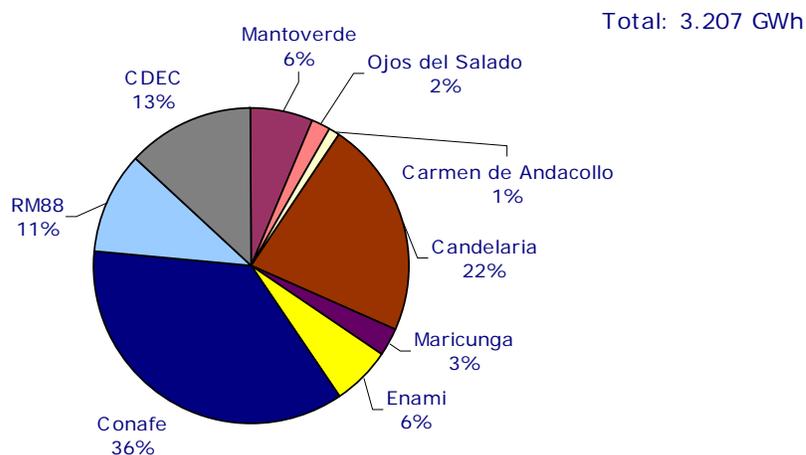
Cientes de Guacolda

Como se mencionó anteriormente, el grueso de los ingresos de la compañía están basados en 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.

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

A futuro, en particular desde 2011 (cuando entra en vigencia un segundo contrato con Chilectra), la venta a distribuidoras de energía representará una proporción importante de los ingresos de **Guacolda**, 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.

Ventas de Energía 2009, por Empresa (GWh)



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

- Clientes regulados

Generalmente son 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 (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 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, etc). 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 ello no siempre se verifique (depende de cuál sea el costo marginal del sistema).

Los excedentes de energía de las generadoras son vendidos a través del Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC-SIC). Este organismo coordina a las empresas para que en cada momento sea la planta generadora más eficiente (de menores costos variables) la que entregue sus excedentes, lo cual puede significar que existan plantas que se queden fuera del mercado. El precio depende de los costos marginales, los que a su vez varían en función de la condición hidrológica del momento, puesto que son las generadoras hidroeléctricas, por su bajo costo marginal, las primeras en despachar.

Proveedores

En el mercado eléctrico chileno, las generadoras compran y venden energía. Durante los periodos 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.

Guacolda se provee de petcoke en las refinerías del estado de Texas, EE.UU, ubicadas en el golfo de México. En tanto, para las adquisiciones de carbón, se realizan adquisiciones en Punta Arenas, Colombia, Estados Unidos y en otros lugares del mundo, contando con un alto número de proveedores. La combinación en el uso de carbón y petcoke permite que la compañía estabilice en mayor medida 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. Consta de siete empresas. La generación es en casi 100% de origen termoeléctrico.
- Sistema Interconectado Central (SIC): Desde Taltal hasta la Décima Región. Operan 20 empresas. La generación es aproximadamente 59% hidroeléctrica y 41% 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 64% termoeléctrica, 28% hidroeléctrica y 8% eólica.
- Sistema de Magallanes: Una sola empresa (EDELMAG 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).

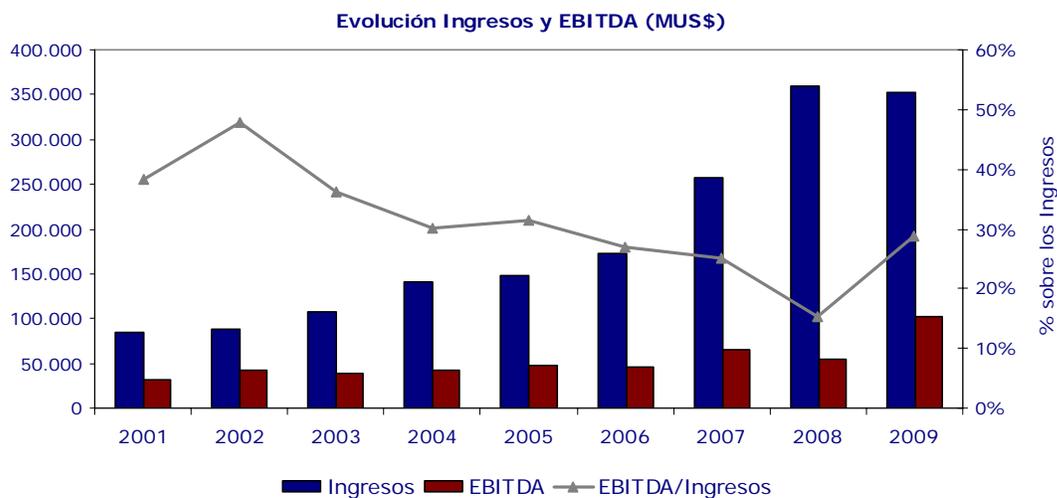
Evolución Financiera¹

Evolución de ingresos, EBITDA y generación eléctrica

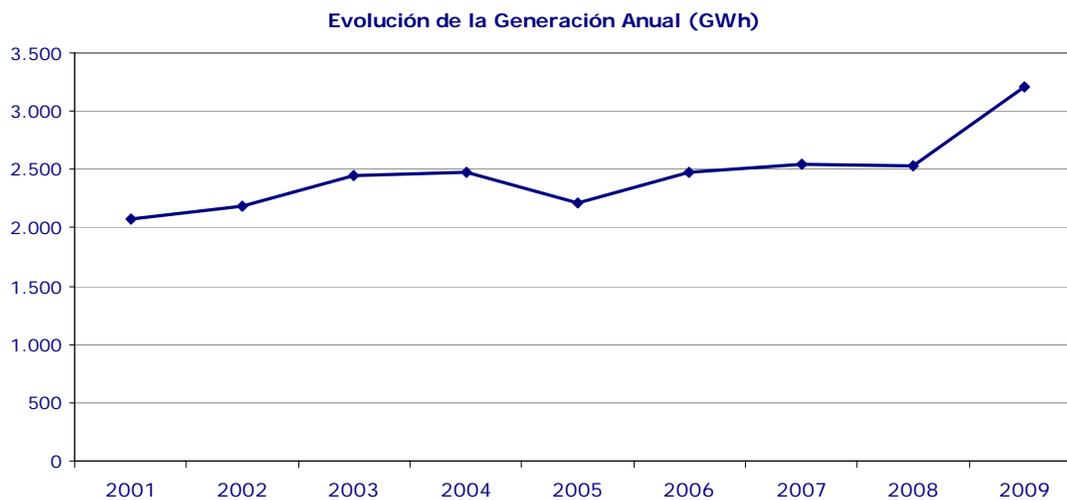
En términos de ingresos la compañía ha mostrado, en general, una evolución positiva que responde a un aumento en el precio nudo de la energía, junto con el aumento vegetativo de la demanda de energía, y a la indexación de los precios en los últimos años a consecuencia de mayores costos del carbón. En 2008, como resultado de los mayores precios de la energía en el SIC, se apreció un fuerte aumento en los ingresos.

En tanto, los costos de explotación han experimentado un alza hasta 2008 como proporción de los ingresos, como consecuencia de los mayores precios del carbón, lo que ha repercutido también en que el margen EBITDA, como porcentaje de los ingresos por venta, cayera continuamente hasta 2008, lo que tenderá a subsanarse en la medida que aumente la importancia relativa de los nuevos contratos que contemplan cláusulas de indexación de precios a los costos productivos de generación.

¹ Para los análisis financieros de 2008 y 2009 se utilizan las cifras bajo IFRS, mientras que para los años anteriores los estados financieros bajo NCCh.



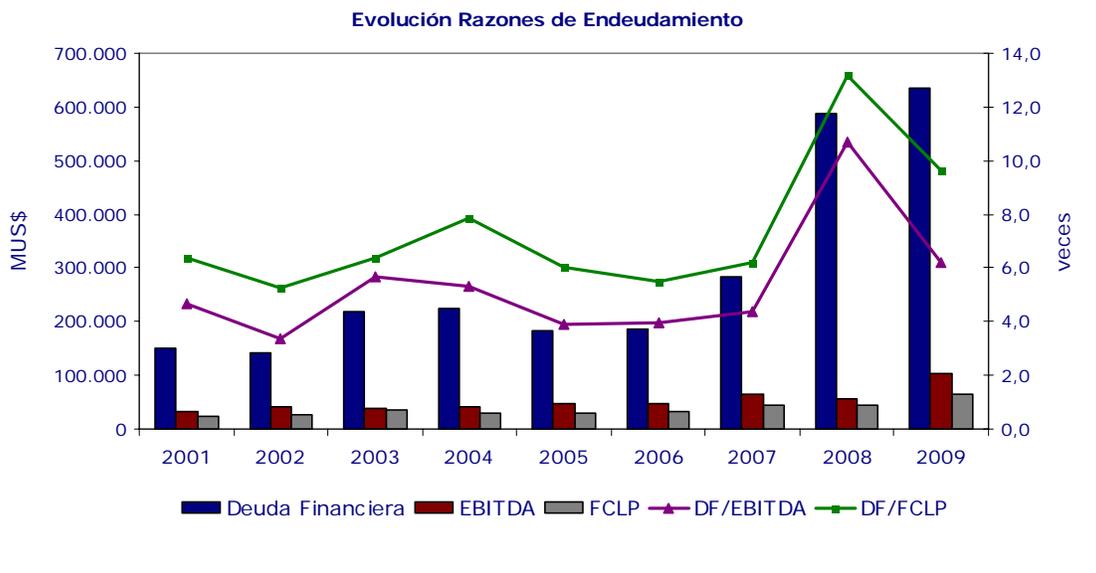
La generación eléctrica anual de la central fue bastante estable hasta 2008, oscilando en torno a los 2.500 GWh anuales, lo que muestra la elevada disponibilidad y confiabilidad de las unidades generadoras. En 2009, como se ha mencionado, aumentó el volumen generado al entrar en funcionamiento la unidad 3 del complejo, previéndose un fuerte aumento de la generación en 2010 al funcionar dicha unidad un año completo y entrar a operar la cuarta unidad en marzo último.



Evolución del endeudamiento financiero

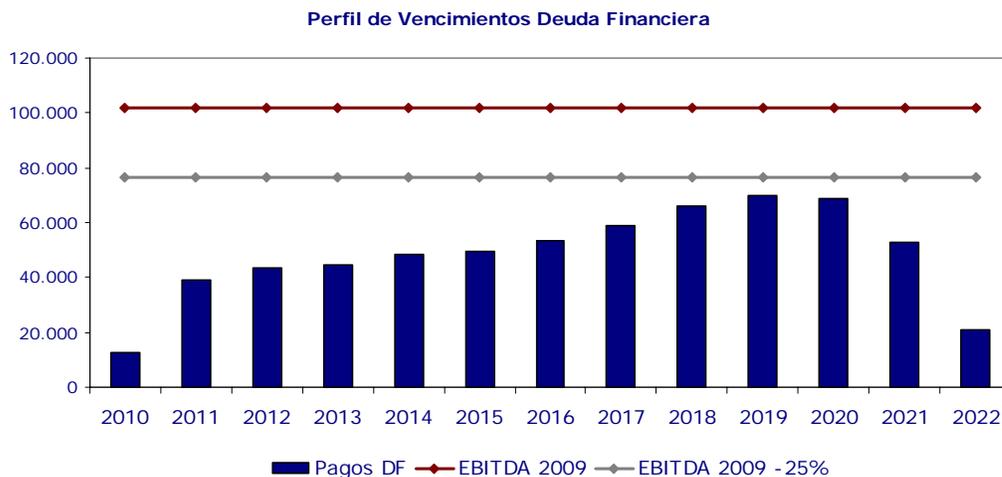
El endeudamiento financiero de **Guacolda** ha estado asociado principalmente al financiamiento de las unidades de generación. Esto explica el aumento experimentado por el total de la deuda financiera entre fines de 2007 y 2008, cuando se adquieren créditos para costear la construcción de las dos últimas unidades generadoras. 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 observado a fines de 2007, hasta niveles por sobre las diez veces. Aunque, como resultado de la mayor generación de 2009, tal relación se redujo hasta las 6,2 veces a diciembre último. Adicionalmente a este *ratio*, **Humphreys** utiliza el indicador de Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP), que incluye la rentabilidad histórica de los activos de la compañía (cinco años), la que se deriva del EBITDA más el 30% de la utilidad en empresas relacionadas, deducidos los pagos de intereses financieros e impuestos. A continuación se presenta la evolución de ambos indicadores para la deuda financiera:



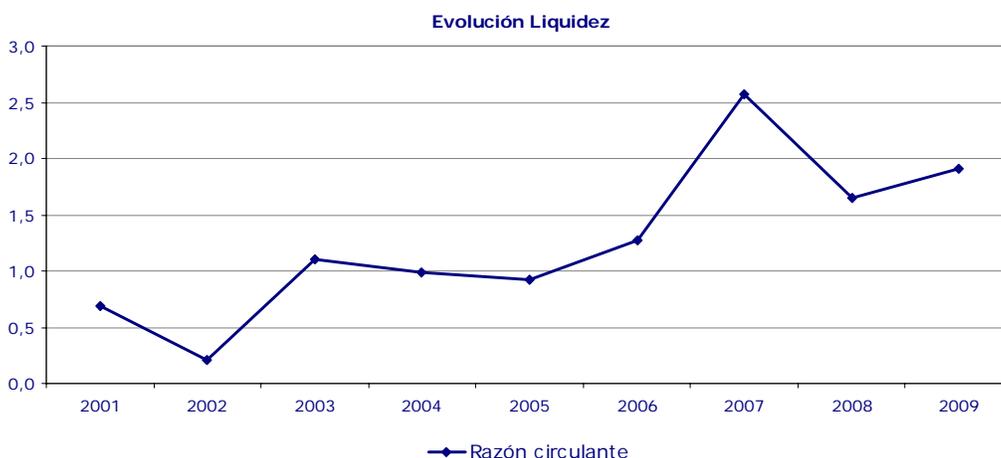
Al 30 de junio de 2010 la empresa muestra US\$ 694 millones de deuda financiera, de los cuales US\$ 610 millones corresponden a dos créditos, uno por un total de US\$ 390 millones y término en 2021 y otro por US\$ 237,6 millones y finalización en 2022. Adicionalmente, ha contratado instrumentos derivados 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 al 30 de junio a US\$ 70 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 2009. 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 incluso que la obtenida en 2009, cuando se obtuvo el EBITDA más alto de la historia de la operación de **Guacolda**. El crédito para la unidad 4 cuenta con la garantía de las plantas y equipos de la central.



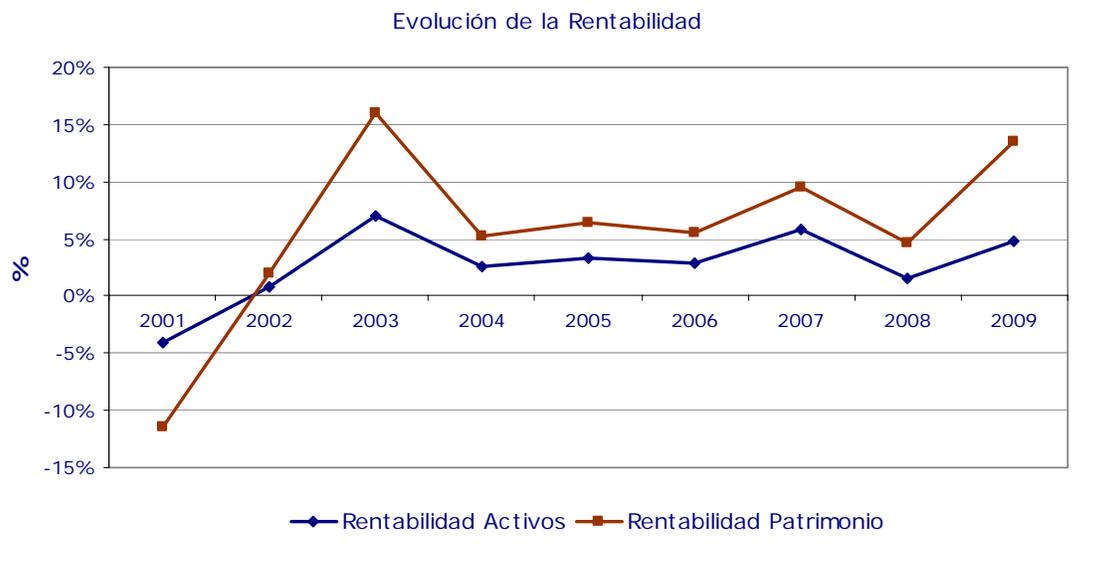
Evolución de la liquidez

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, sobrepasando en los últimos cinco ejercicios anuales el valor uno. Esta situación está relacionada con la estructura de la deuda financiera de la empresa, la que, como se comentó, presenta pagos anuales razonables en relación a la generación de caja. Mientras, los activos corrientes más importantes de la empresa son las cuentas por cobrar a clientes, quienes presentan una adecuada calificación de solvencia.



Evolución de la rentabilidad²

Las rentabilidades operacional y del patrimonio fueron bastante estables entre 2004 y 2008, incrementándose en 2009 producto de la mayor generación eléctrica del período.



Línea de Efectos de Comercio

Actualmente **Guacolda** tiene inscrita la siguiente línea de efectos de comercio:

- Línea de Efectos de Comercio

- N° y fecha de inscripción: 033, 09/09/2008
- Plazo de la línea: 10 años
- Monto: US\$ 50 millones

“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”

² Rentabilidad activos= resultado operacional / activos promedio; rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / Patrimonio total promedio