



EMPRESA ELÉCTRICA GUACOLDA S.A.

Septiembre 2005

Categoría de Riesgo y Contacto¹

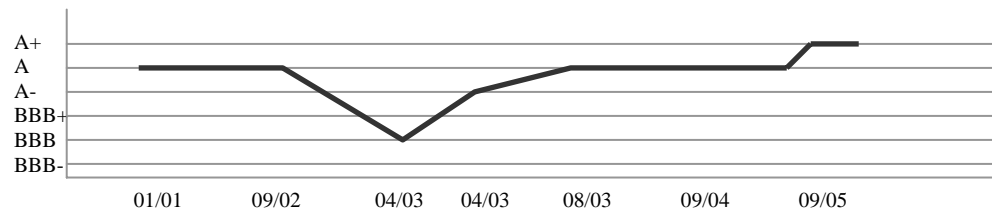
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos, Serie A Perspectivas	A+ <i>Estable</i>	Socio Responsable Gerente a Cargo Analista Teléfono	Alejandro Sierra M. Aldo Reyes D. Harold Momberg G. 56-2-204 7293
Otros Instrumentos	No hay	Fax Correo Electrónico Sitio Web	56-2-223 4937 ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	30 junio 2005	Tipo de Reseña	Informe Anual Cambio Clasificación

Número y Fecha de Inscripción de Instrumentos

Bono Serie A	N° 240 de 13.12.00
--------------	--------------------

Clasificación Histórica

Bonos



Estado de Resultados

Cifras en Miles de \$ de cada Año	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Junio 2005
Ingreso Operacional	55.289.397	63.343.699	63.405.091	69.410.649	38.250.878
Costo Explotación	40.329.483	39.255.218	46.390.472	55.127.761	29.788.901
Gasto Admin. y Venta	1.515.707	1.982.136	2.264.616	2.032.995	1.074.155
Resultado Operacional	13.444.207	22.106.345	14.750.003	12.249.893	7.387.822
Gastos Financieros	11.928.111	10.531.804	10.012.063	10.052.360	4.535.928
Resultado No Operacional	(23.311.726)	(19.682.943)	3.427.561	5.154.816	(7.251.506)
Utilidad Neta	(8.896.113)	1.620.400	15.789.043	5.453.092	(69.319)

¹ Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's") owns a minority interest in Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada ("Humphreys") and does not control the management or ratings activity of Humphreys. Moody's is not responsible or liable in any way for any ratings issued by Humphreys. Unless otherwise specified, Moody's is not responsible for any research or other information provided by Humphreys.



Balance General

Cifras en Miles de \$ de cada Año	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2003	Junio 2005
Activo Circulante	15.445.153	18.335.905	31.677.318	27.304.345	25.487.483
Activo Fijo	204.937.483	203.782.265	198.480.715	197.233.242	195.681.144
Otros Activos	2.751.811	1.556.573	5.890.890	6.468.879	6.015.778
Total Activos	223.134.447	223.674.743	236.048.923	231.006.466	227.184.405
Pasivo Circulante	22.491.726	88.573.524	28.704.917	27.631.042	25.309.227
Pasivo Largo Plazo	123.018.277	53.527.641	109.165.650	98.853.994	97.205.633
Patrimonio	77.624.444	81.573.578	98.178.356	104.521.430	104.669.545
Total Pasivos	223.134.447	223.674.743	236.048.923	231.006.466	227.184.405

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Empresa Eléctrica Guacolda S.A. es una sociedad orientada a la generación eléctrica, que cuenta con dos unidades de producción a carbón ubicadas en la zona norte del Sistema Interconectado Central (SIC), totalizando una capacidad de producción de 304 MW (152 MW cada una), lo que representa un 4,3% de la capacidad del SIC. Sus accionistas son: Aes Gener (con un 50% de la propiedad), el segundo mayor productor de electricidad del país y clasificado en *Categoría Ba3* por **Moody's Investors Service**; Copec (25% de la propiedad), el principal distribuidor de combustibles líquidos del país y clasificado en *Categoría AA* a nivel local; e Inversiones Ultraterra (25% de la propiedad).

La clasificación de los bonos de **Guacolda** en *Categoría A+*, se fundamenta en las siguientes fortalezas:

- ❖ La existencia de contratos de largo plazo por el 92% de su capacidad de producción. Estos contratos exceden - en montos y plazo – el perfil de pago de los bonos.
- ❖ Los adecuados niveles de eficiencia de las unidades en relación con el parque de centrales a carbón y el uso de *petcoke* en las mismas, lo que le permite operar con reducidos niveles de costos.
- ❖ Los altos niveles de seguridad de operación de la central.
- ❖ Una capacidad de producción relativamente constante, con independencia de las condiciones hidrológicas.
- ❖ Una estructura administrativa y operacional reducida, que favorece el nivel de punto de equilibrio de la empresa.

Los riesgos y desafíos a los cuales se ve enfrentado el emisor y que afectan o pudieren afectar su nivel de solvencia son:

- ❖ La concentración de generación de flujos en el sector eléctrico y, particularmente, en dos plantas a carbón.
- ❖ Los cambios en la regulación eléctrica que podría aumentar el riesgo del sector (atenuado en el mediano plazo por las últimas modificaciones realizadas a la ley eléctrica, las cuales han logrado una alta aceptación entre los distintos agentes del mercado).
- ❖ La posibilidad de intensificación de la competencia.
- ❖ El riesgo del sector minero, en los cuales se encuentran los principales clientes del emisor.
- ❖ Las características de la propiedad, que conlleva a una alta probabilidad que exista equivalencia de votos entre pareceres divergentes, lo cual podría generar que materias que son propias de los accionistas no sean resueltas de manera ágil.
- ❖ La exposición a las alzas del precio de mercado del *petcoke*.

- ❖ La exposición al tipo de cambio de los costos y una parte de la deuda, acotado por la indexación de las tarifas eléctricas al valor del dólar.

La tendencia de la clasificación se califica *Estable*².

Definición Categoría 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.

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

Oportunidades y Fortalezas

Política Comercial: La política comercial de la empresa se basa en contratos de largo plazo con vencimientos entre los años 2005 y 2015. En la actualidad el 92% de la energía firme es vendida bajo esta modalidad, tanto a distribuidores (Emec) como a empresas de reconocida solvencia (especialmente mineras: Candelaria, Mantos Blancos y Minera Ojos del Salado, entre otras).

Dada la calidad de sus clientes los contratos de suministro de energía suscrito por la firma implican un nivel de flujos relativamente estables y seguros, por montos que superan holgadamente las obligaciones financieras del emisor durante toda la vigencia de los títulos de deuda.

En efecto, el plazo remante de los bonos asciende a 3 años y el plazo promedio ponderado por capacidad contratada del suministro es muy superior al plazo del bono. Tomando como referencia las actuales condiciones del mercado, la sociedad alcanza un resultado operacional antes de depreciación y amortizaciones del orden de los US\$ 41 millones anuales, con obligaciones financieras - dentro del período de vigencia del bono - que no superan los US\$ 23 millones anuales.

Adecuado Nivel de Eficiencia: Las unidades generadoras de **Guacolda** (dos unidades con capacidad de 152 MW cada una) presentan elevados niveles de eficiencia en relación con el parque de centrales a carbón. Además, el uso de *petcoke* incrementa la eficiencia de sus plantas, permitiendo niveles de costos, aunque superiores, cercanos a los de una central de ciclo combinado.

Por otra parte, la ubicación geográfica de sus unidades (Huasco), producto de los costos asociados a la transmisión, refuerzan la competitividad del emisor dentro de su zona de operación.

Seguridad de Operación: La central ha demostrado altos niveles de seguridad en su operación, lo que se ha traducido en una muy alta disponibilidad (superior al promedio de la industria) y calidad de servicio comprobado.

Generación con Baja Dependencia de Factores Externos: La baja dependencia de generación ante factores no controlables permite una capacidad de producción relativamente constante. Por otra parte, la independencia de la producción de **Guacolda** a las condiciones hidrológicas de un determinado año – situación que no ocurre

² Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro

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*.

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.

Características de la Administración: Dadas las características de la empresa, su estructura administrativa y operacional es reducida y de baja incidencia, favoreciendo con ello el nivel del punto de equilibrio de la empresa.

Factores de Riesgo

Concentración de Generación de Flujos: Los ingresos del emisor provienen fundamentalmente del negocio de generación eléctrica (93%), 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. Esta situación es particularmente negativa si se considera que la generación se concentra en dos plantas a carbón, lo que expone a los flujos de la empresa ante cualquier situación que pueda afectar a dichas unidades (paralizaciones, pérdidas de competitividad, fallas y otras situaciones similares).

Marco Regulatorio: La industria eléctrica, como todo sector regulado, está expuesta a cambios en las normas y leyes a que debe someterse (con todo este riesgo se ve atenuado en el mediano plazo).

Por otra parte, la fijación de las tarifas eléctricas, en este caso específico los “*precios de nudos*”, pese a ser determinada bajo parámetros técnicos, no ha estado ajena a discrepancias relevantes entre las partes involucradas.

Posibilidad de Intensificación de la Competencia: El interés de nuevos agentes de relevancia internacional por ingresar al mercado, la introducción de nuevas tecnologías, las modificaciones a la legislación eléctrica y la posible integración y globalización de los sistemas eléctricos, permiten presumir un creciente incremento en los niveles de competencia al interior del sector.

Riesgo Asociado al Sector Minero: La importancia relativa de los contratos con empresas mineras conlleva a que **Guacolda** incorpore el riesgo de éstas. En todo caso, este riesgo se ve atenuado por la calidad y solvencia de su cartera de clientes.

Características de la Propiedad: 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, ello producto que - ante divergencias de opinión – existe una alta probabilidad que las acciones se concentren en 50% para cada posición. Cabe destacar que la empresa cuenta con tres accionistas, uno extranjero con 50% de participación y dos locales, cada uno de ellos con el 25% de la propiedad.

En forma adicional, hay que mencionar como un hecho negativo el deterioro financiero de su principal accionista - AES Gener – el cual ha presentado, tanto a nivel local como internacional, permanentes reducciones en relación con su clasificación de riesgo, la que si bien ha mejorado se mantiene en niveles moderados.

Alza del Precio del Petcoke: Las alzas en el precio de mercado del *petcoke*, uno de los principales insumos para la compañía, afectan los costos de explotación del emisor y le resta eficiencia a sus plantas.

Exposición Cambiaria: En torno al 96% de los costos de la compañía y la mayor parte de la deuda financiera de la compañía son expresados en dólares, situación que expone a la empresa a las fluctuaciones propias en el valor de la divisa. En todo caso, este riesgo se atenúa por la indexación de sus tarifas al valor del dólar.

Antecedentes Generales

La **Empresa Eléctrica Guacolda S.A.** se constituyó como sociedad anónima cerrada el 2 de abril de 1992.

La compañía posee una central termoeléctrica a carbón con dos unidades de generación de 152 MW de potencia cada una, totalizando una capacidad de 304 MW, ubicada en la localidad de Huasco, III Región.

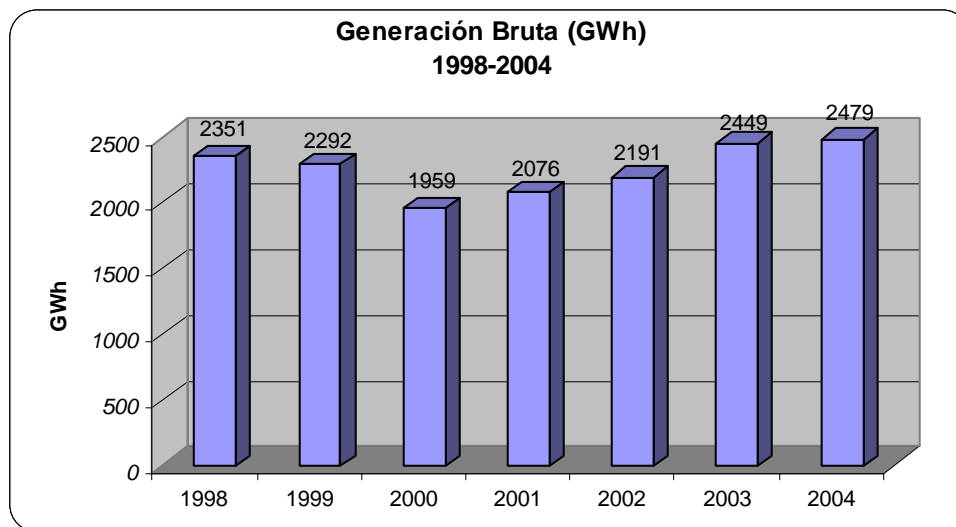
Dentro de los activos del emisor se incluyen, además, una subestación de 220 kV; una línea de transmisión de 220 kV, con una extensión de 34 kilómetros y compuesta por dos circuitos con capacidad de 340 MW cada uno entre la unidad 1 y la subestación Maitencillo; y otra línea de transmisión de 133 kilómetros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

Capacidad de Generación

Para satisfacer sus compromisos de venta de energía y potencia, **Guacolda** utiliza, principalmente, sus propias instalaciones de generación. También realiza compras de energía y potencia en el mercado *spot* del CDEC-SIC en aquellas ocasiones en que por razones de operación a mínimo costo del SIC, la Central Guacolda no es requerida a su máxima capacidad.

La producción bruta de la empresa el año 2004 fue de 2.479 GWh, lo que representó el 6,8% de la energía instalada del SIC.

En el gráfico siguiente se muestra la producción de **Guacolda** para los últimos siete años, la cual ha dependido, principalmente, de la disponibilidad y precio de la energía en el mercado *spot*.





Antecedentes del Mercado

En el sector eléctrico chileno se distinguen tres actividades principales: generación, transmisión y distribución. Todas ellas se encuentran reguladas por la Ley General de Servicios Eléctricos, DFL N° 1 de 1982 del Ministerio de Minería.

Generación

La actividad de generación se organiza en torno a cuatro redes: el Sistema Interconectado del Norte Grande, SING, que abarca la I y II Región; el Sistema Interconectado Central, SIC, que cubre desde la III a la X Región, abasteciendo el consumo de aproximadamente 90% de la población nacional; el Sistema aislado de Aysén, que atiende el consumo de la XI Región; y el Sistema aislado de Magallanes, que abastece la XII Región.

Los sistemas aislados presentan ciertas diferencias con el SIC y el SING al concentrar en una sola compañía las actividades de generación, transmisión y distribución.

Las ventas de las empresas generadoras se orientan al Mercado de Productores, Mercado Libre y Mercado Regulado. El primero, corresponde a las transacciones de energía entre compañías generadoras, cuyas transferencias son determinadas por el Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC) y se valorizan, en forma horaria, al costo marginal resultante de la operación económica del sistema. En los sistemas aislados este mercado no existe.

El Mercado Libre está constituido por consumidores con una potencia conectada superior a 2.000 KW, los cuales pueden negociar libremente los precios del suministro eléctrico con las empresas generadoras o distribuidoras.

El Mercado Regulado está conformado por las empresas distribuidoras, las cuales atienden a los consumidores ubicados dentro de su área de concesión y que tienen un consumo igual o inferior a 2.000 KW. Los precios de venta a las empresas distribuidoras - denominados "de nudos" - están regulados por ley y son determinados cada seis meses por la Comisión Nacional de Energía (CNE).

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 obtención de la concesión respectiva, hasta las empresas distribuidoras a las cuales suministra. Por medio de las líneas de transmisión se puede transportar la energía de cualquier generadora que lo solicite, pagando el derecho de uso (peaje), acordado libremente.

Distribución

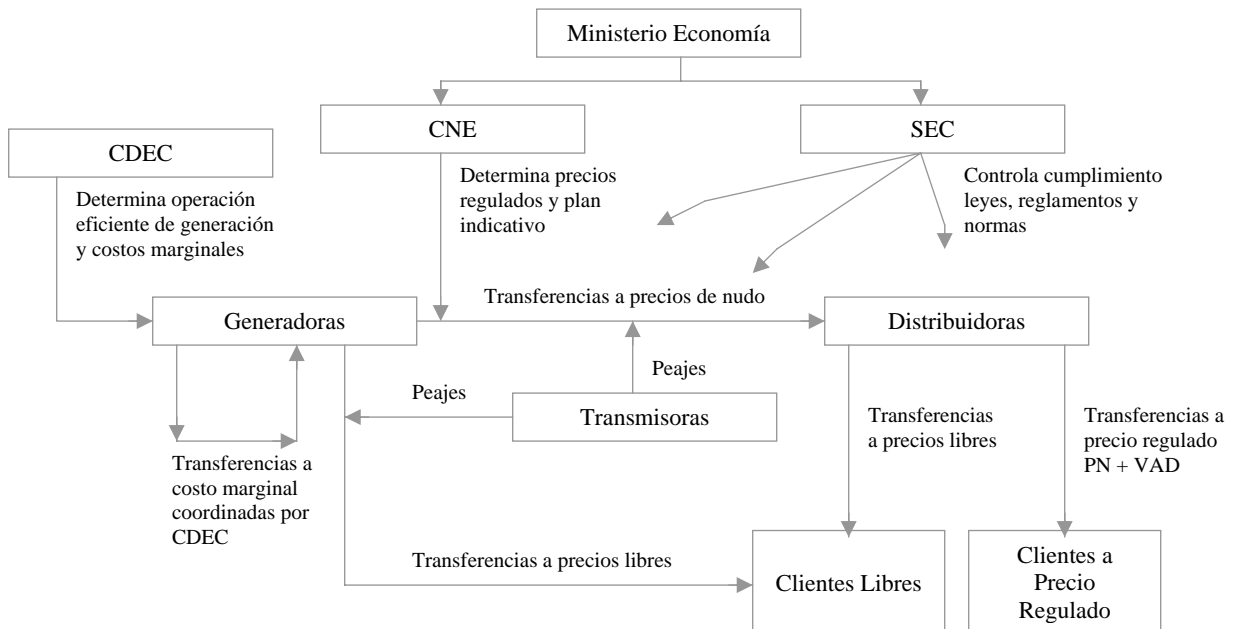
Las compañías distribuidoras compran electricidad a las empresas generadoras a "precios de nudo" con el fin de venderla a los consumidores ubicados dentro de su área de concesión. Estas ventas se dividen entre el Mercado Libre, constituido por consumidores con los cuales pueden negociar libremente los precios del suministro eléctrico, y el Mercado Regulado, cuyos precios son fijados cada cuatro años por la Comisión Nacional de Energía (CNE).

Los precios regulados corresponden a la suma del precio de nudo (PN) y el valor agregado de distribución (VAD), incluyendo un factor por pérdidas de energía y potencia en los sistemas de distribución.

A continuación se muestra un esquema con la operación del Sistema Eléctrico Chileno.



Operación Sistema Eléctrico Chileno



CDEC: Centro de Despacho Económico de Carga

CNE: Comisión Nacional de Energía

SEC: Superintendencia de Electricidad y Combustibles

Sistema Interconectado Central (SIC)

El SIC está constituido por el conjunto de centrales generadoras y líneas de transmisión interconectadas que abastecen los consumos eléctricos ubicados entre las regiones III y X.

El SIC, según datos a diciembre de 2004, cuenta con una capacidad instalada de 7.867 MW. Este sistema es mayoritariamente hidráulico (60% de la capacidad instalada total), lo que lo hace altamente dependiente de las condiciones hidrológicas de la zona. La capacidad hidráulica se desglosa MW 3.993,4 en centrales de embalse y MW 1.301,9 en centrales de pasada.

La capacidad de las centrales térmicas – MW 3.172,1 en total – se desglosa en 55% a gas, 26% a carbón, 18% a petróleo y 1% en otro tipo de combustibles.

Endesa, actuando directamente y a través de sus filiales Pehuenche, Pangue y San Isidro es el principal operador del SIC, con un 51% del total de la capacidad instalada. Le siguen Aes Gener y Colbún.

La capacidad instalada de **Guacolda** – MW 304 - representa en torno al 3,9% de la potencia instalada del SIC y 9,6% de la capacidad en centrales térmicas del mismo sistema.

Operación Comercial de Guacolda

Ventas de Energía Eléctrica y Potencia

Durante el primer semestre de 2005 los ingresos de **Guacolda** ascendieron a M\$ 38.250.878, de los cuales M\$ 36.209.374 correspondieron a ventas propias del sector eléctrico (el resto correspondió a ingresos generados por el muelle de propiedad de la sociedad).



Las ventas de energía eléctrica – que alcanzaron M\$ 35.488.671 – se distribuyeron en los tres segmentos del mercado; con 49% en el mercado regulado; 42% a clientes libres y 9% en el mercado spot.

En la tabla siguiente se muestra para el primer semestre de 2004 y 2005 la descomposición de los ingresos de **Guacolda**.

Distribución de Ingresos	Semestre 2005 M\$	Import. Relativa Ingresos	Semestre 2004 M\$	Import. Relativa Ingresos	Variac. Ingresos 04/05
Ventas Mercado Regulado	17.476.727	45,7%	13.177.699	38,2%	32,6%
Ventas Mercado Libre	14.986.671	39,2%	14.770.334	42,9%	1,4%
Ventas Mercado Spot	3.025.273	7,9%	2.572.981	7,5%	17,5%
Ingresos Transmisión	720.703	1,9%	2.008.123	5,8%	-64,1%
Venta Muelles	2.041.504	5,3%	1.927.138	5,6%	5,9%
Totales	38.250.878	100,0%	34.456.275	100,0%	11,0%

Mercado Regulado

Las ventas a este sector correspondieron a las efectuadas a:

- ❖ Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. (ex Emec S.A.)³
- ❖ Sociedad Austral de Electricidad S.A.
- ❖ Varias Cooperativas Eléctrica

Mercado Libre

Las ventas a este sector correspondieron a las efectuadas a:

- ❖ Enami Fundación Hernán Videla Lira
- ❖ Enami Planta Manuel Antonio Matta
- ❖ Occidental Chemical Chile S.A.I.
- ❖ Compañía Contractual Minera Candelaria
- ❖ Compañía Contractual Minera Ojos del Salado
- ❖ Compañía Minera Carmen de Andacollo
- ❖ Empresa Minera Mantos Blancos S.A.
- ❖ Compañía Minera El Indio

Con todas ellas se mantienen contratos de largo plazo.

Servicios de Descarga, Muellaje y Otros

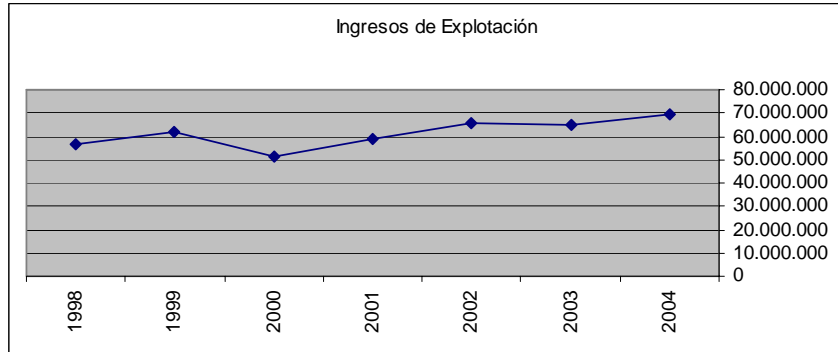
La compañía percibió por este concepto ingresos por un monto de M\$ 2.041.504 durante el primer semestre de 2005, lo que representó un crecimiento de 5,94% con respecto al primer semestre de 2004.

Evolución Financiera

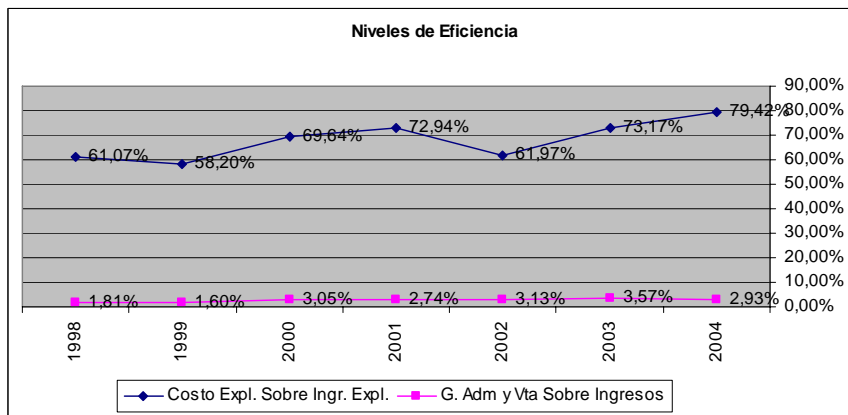
Ingresos, Costos y Gastos

Un análisis histórico del comportamiento de **Guacolda** muestra que sus ingresos de explotación han ido creciendo paulatinamente desde el año 2001.

³ Se mantiene un contrato de largo plazo por el abastecimiento del 100% de sus consumos de energía y potencia eléctrica.

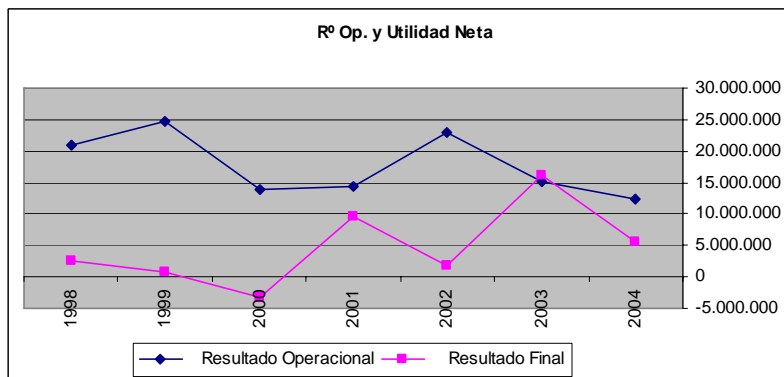


Por su parte, los niveles de rendimiento han mostrado un comportamiento variable en el tiempo, con incidencia del precio del carbón que ha mostrado un aumento en los últimos años.



Resultado Operacional y Utilidad Neta

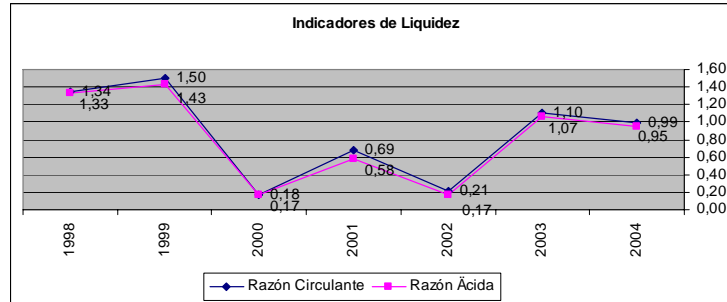
Se observa que los resultados de la compañía muestran un comportamiento variable, tanto por los resultados de operación como no operacionales.





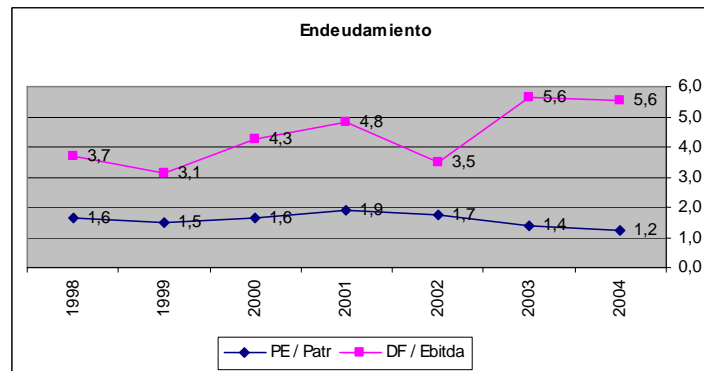
Liquidez

En cuanto a la razón circulante de la compañía, ésta se encuentra en niveles controlables.



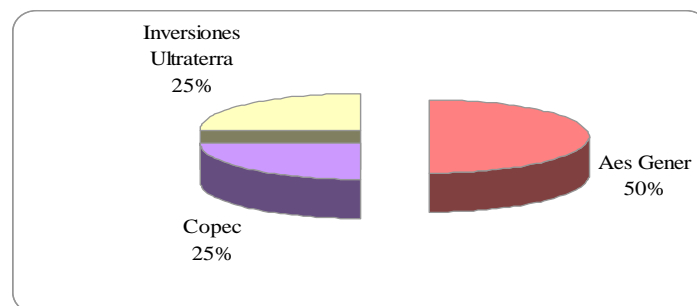
Nivel de Deuda

Respecto a los niveles de endeudamiento, medido en términos de pasivo exigible sobre patrimonio, evidencia una tendencia a la baja a partir del año 2001. En tanto, la capacidad de pago del emisor, medido como deuda financiera sobre Ebitda, presenta un valor estable en los últimos 2 años (2003 y 2004).



Propiedad

Al 30 de junio de 2005 los tres accionistas de la sociedad, son los siguientes:



Aes Gener es el segundo productor de electricidad a nivel nacional y es controlado por AES Corporation, empresa eléctrica de cobertura internacional, que cuenta con más de 11 millones de clientes finales, 113 plantas generadoras con 45 mil MW de capacidad y operación en 27 países alrededor del mundo. *Moody's Investors Service* ha clasificado a Aes Gener y AES Corporation en *Categoría Ba3*.

Copec cuenta con casi 70 años de antigüedad, es el principal distribuidor de combustibles líquidos del país y su filial Abastible es el líder en la distribución de gas licuado a nivel nacional, con cobertura desde la III a la IX región. Además, participa en otros negocios, tales como, pesquero, forestal, servicios y minero. Se encuentra clasificado en *Categoría AA* a nivel local.

Resultados Globales a Junio de 2005

Durante el primer semestre del año 2005, la empresa generó ingresos de explotación por M\$ 38.250.878 (más de 66 millones de dólares), lo que representa un incremento real del 11% con respecto a igual período del año anterior, explicado principalmente por los mejores precios en el mercado regulado y algunos reajustes en el mercado libre.

Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de M\$ 29.788.901, lo que significó un crecimiento real de 7,8% con respecto a los seis primeros meses del año 2004, producto principalmente del mayor costo por concepto de compra de carbón.

Los gastos de administración y venta sumaron M\$ 1.074.155 durante los seis primeros meses de 2005 en comparación a los M\$ 1.042.425 de igual período de 2004 (expresado en moneda de junio de 2005), lo que implicó un aumento de 1,03%.

El resultado de operación de este período ascendió a M\$ 7.387.822, lo que representa un incremento real de 27,75% en relación con igual período del año pasado, ello debido a un aumento en los ingresos superiores a los incrementos experimentados por los costos y los gastos.

El resultado no operacional de este período ascendió a una pérdida M\$ 7.251.506, la que contrasta positivamente con la pérdida no operacional del primer semestre del año pasado, ascendiente a M\$ 9.852.014 (en moneda de junio de 2005), lo que explica fundamentalmente por la menor pérdida por diferencia de cambio y la menor cargar por gastos financieros.

El resultado final del ejercicio alcanzó una pérdida de M\$ 69.319, lo que se compara favorablemente con la pérdida del ejercicio de M\$ 3.575.190 del primer semestre de 2004.

“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”.