

Empresa Eléctrica Guacolda S.A.

Septiembre 2009

Categoría de Riesgo y Contacto			
Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Efectos de Comercio Tendencia	Nivel 1/A Estable	Gerente a Cargo Analista Teléfono Fax	Aldo Reyes D. Andrés Silva P. 56-2-433 5200 56-2-433 5201
Clasificación Anterior	Nivel 1/A+	Correo Electrónico Sitio Web	ratings@humphreys.cl www.humphreys.cl
EEFF base	30 de junio de 2009	Tipo de Reseña	Informe Anual

Instrumentos en Proceso de Inscripción	
Línea de Efectos de Comercio	N° 033 de 09.09.2008

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Empresa Eléctrica Guacolda S.A. es una empresa del sector eléctrico -generación-, que opera en el Sistema Interconectado Central (SIC). Cuenta actualmente con tres unidades de generación a carbón que totalizan una capacidad de 456 MW., lo que a la fecha representan en torno al 4% de la potencia instalada del SIC (11.487 MW).

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 por la tenencia de plantas a carbón cuya producción presentan baja dependencia a factores externos y por la importancia del suministro eléctrico, tanto para sus clientes directos como para el país como un todo.

Asimismo, la compañía posee ingresos estables y correlacionados con los costos del carbón, lo que permite establecer un bajo riesgo de *default* en los pagos de sus obligaciones por conceptos de compras de carbón.

Desde otra perspectiva, dentro de los principales elementos que restringen la clasificación, se considera la alta 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, la cual no cuenta con un socio controlador; la exposición cambiaria (en todo caso, susceptible de atenuar mediante operaciones de cobertura); los riesgos regulatorios propios del sector y el alto nivel de competencia en la industria.

La disminución de la clasificación de riesgo de largo plazo de la compañía obedece al aumento en el endeudamiento relativo de la compañía, como consecuencia del financiamiento de sus nuevas unidades de generación. En términos prácticos, la deuda financiera de la compañía aumento 247% en comparación a diciembre de 2006. El análisis de **Humphreys** incorpora la rentabilidad histórica de los activos de la compañía al momento de proyectar su posición en cuanto a generación de flujo en relación a la deuda. Al realizar el ejercicio anterior se observa una mayor relación entre la Deuda Financiera y la generación de flujos de largo plazo, lo que repercute en un mayor riesgo crediticio de largo plazo. Lo anterior a juicio de **Humphreys** no afecta la clasificación de riesgo de corto plazo de los instrumentos emitidos por Guacolda, los que se mantienen en Categoría Nivel 1.

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 compañía podría mejorar en la medida que se mejore la rentabilidad del activo de la compañía y en paralelo se disminuya la deuda financiera obtenida para el financiamiento de sus proyectos.

Para la manutención de la clasificación es necesario que se mantengan los actuales contratos de venta de energía tanto con clientes libres como con distribuidoras, y que además lo anterior se enmarque en un escenario en que el endeudamiento relativo de la compañía no aumente.

Definición Categoría 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 esta 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

Ubicación Geográfica: La central se ubica en un punto estratégico del 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.

Contratos de Largo Plazo: Un porcentaje importante de las ventas están comprometidas mediante contratos que se extienden hasta el año 2015. Asimismo las nuevas unidades también tienen contratos de venta comprometidos, por en torno al 80% de su capacidad de generación.

Calidad de sus Clientes: Los contratos de suministro de energía suscritos por la firma implican un nivel de flujos relativamente estables y seguros, dada la calidad de los clientes que cuentan con una reconocida solvencia, especialmente empresas mineras altamente competitivas en su rubro, empresas del Estado y sociedad de distribución eléctrica. A esto se suma que la nueva unidad de la compañía tiene un contrato que rige a partir de enero de 2010 para la venta de energía a Chilectra, compañía distribuidora controlada por Enersis (Categoría AA- a nivel local).

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 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). Asimismo la compañía tiene como alternativa la compra de carbón en la Región de Magallanes, el que si bien posee una menor calidad, es utilizado en conjunto con carbón extranjero para estabilizar los costos finales de producción.

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.

Factores de Riesgo

Concentración de Generación de Flujos: Los ingresos del emisor provienen fundamentalmente del negocio de generación eléctrica; 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). Lo anterior se ve atenuado en parte con la entrada en operación de las dos nuevas unidades, las cuales duplicarán la capacidad de generación de la compañía.

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. Asimismo, la exposición al sector minera disminuirá a partir del año 2010, cuando la compañía comience a vender energía a Chilectra.

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,

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 (AES Gener) y dos locales, cada uno de ellos con el 25% de la propiedad (Copec e Inversiones Ultramar).

Exposición Cambiaria: La mayoría de los costos de la compañía y la mayor parte de la deuda financiera de la compañía está expresada 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.

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 que incrementan el riesgo se tiene la fijación de los precios nudos (venta a distribuidoras), 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.

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).

Hechos Recientes

A junio de 2009, la compañía presente ingresos ordinarios por US\$ 164 millones, lo que se negativamente con lo registrado a junio de 2008, donde los ingresos alcanzaron los US\$ 194 millones. La caída de 16% en los ingresos responde principalmente menores precios de venta.

En términos de costos de explotación, estos alcanzan a diciembre de 2009 US\$ 134 millones, lo que representa una disminución de 20% con respecto al mismo periodo del año 2008. El menor costo es consecuencia del menor precio de compra de la energía. Asimismo los Gastos de Administración de la compañía cayeron un 4% para el período analizado, alcanzando a junio de 2009 US\$ 4 millones.

Es importante destacar también el aumento en el gasto financiero, producto del mayor endeudamiento asumido para la construcción de la nuevas unidades de generación. En la practica, los gastos financieros aumentaron en 70%, alcanzando a junio de 2009 US\$ 6,2 millones.

La ganancia antes de impuesto de la compañía alcanzo los US\$ 26,8 millones, es decir un aumento del 39% con respecto a junio de 2008. Lo anterior esta explicado fundamentalmente por un la cuanta de diferencia de cambios, que a junio de 2009 representó una ganancia de US\$ 5,9 millones, mientras que a junio de 2008 fue menos US\$ 1,1 millones.

La deuda financiera de la compañía alcanza a junio de 2009 US\$ 644 millones, es decir un aumento de 10% con respecto a junio de 2008. El patrimonio de la compañía es de US\$ 437 millones a junio de 2009, lo que representa una variación de 22% con respeto a igual periodo del año anterior.

Antecedentes Generales

Propiedad

Al 30 de julio de 2009, la propiedad de Guacolda se distribuye de la siguiente manera:

Nombre de Accionistas	Nº de acciones pagadas	Participación
AES Gener S.A.	74.003.374	50%
Empresas Copec S.A.	37.001.687	25%
Inversiones Ultraterra Ltda.	37.001.687	25%
TOTAL	148.006.748	100%

AES Gener S.A. es una sociedad anónima abierta orientada fundamentalmente a la generación de electricidad en Chile. Sirve al Sistema Interconectado Central (SIC) a través de cuatro centrales hidroeléctricas de pasada, dos centrales termoeléctricas a carbón y una central turbogas a 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 gas 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 y TermoAndes.

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 la industria 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:

- Producir, transportar, distribuir y suministrar 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 tres unidades de generación de 152 MW de potencia cada una, totalizando una capacidad de 456 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. La tercera unidad comenzó sus operaciones el 31 de julio de 2009. La conexión al sistema interconectado Central (SIC) se realiza en la subestación Maitencillo. Las centrales se ubican 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.

Además la empresa cuenta con un muelle mecanizado de descarga, el cual cuenta con dos grúas de 15 toneladas de capacidad cada una. Además, el Terminal Marítimo "Guacolda I" cuenta con

un muelle de servicios para abrigar embarcaciones menores y una cancha de almacenamiento de carbón de 5 hectáreas. La empresa genera ingresos por todos estos conceptos.

Es importante mencionar, que la compañía actualmente se encuentra desarrollando una nueva unidad de generación de 152 MW (Unidades IV), con lo que la compañía aumentará en un 25% su capacidad (a contar del primer semestre de 2010).

Clientes

Como se menciona 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, lo que hace que tanto los ingresos como los márgenes de la misma sean relativamente constantes y predecibles a través del tiempo.

Asimismo se observa que si bien existe una alta concentración por parte de los clientes, el 52% corresponde a ventas realizadas a CONAFE¹, quien cuenta con una alta solvencia, lo que atenúa riesgos de no pago parte de la misma.

Proveedores

En el mercado eléctrico chileno, las generadoras compran y venden energía. 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 a sus clientes.

Guacolda se provee de *petcoke* en las refinerías del estado de Texas, EE.UU, ubicadas en el golfo de México. En tanto el carbón proviene en un 55% de la región de Magallanes, y el resto es carbón bituminoso adquirido en Australia. La combinación mencionada anteriormente, permite que la compañía establezca en mayor medida sus costos operacionales en función del precio internacional del carbón. Asimismo, es importante mencionar que las nuevas unidades (III y IV) poseen la capacidad de producir energía en base a un porcentaje mayor de *petcoke*, lo que las convierte en plantas más eficientes.

¹ Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A.

Cientes

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

Cientes regulados

Generalmente son las compañías distribuidoras. Para los clientes regulados, el precio es fijado semestralmente mediante decreto del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción (precios de nudo).

En el mes de mayo de 2005, la llamada "Ley Corta 2" modificó el techo superior de la banda con respecto del precio promedio de los contratos libres, dentro de la cual se debe fijar el precio nudo. Se aumentó de un 5% a un 30% la diferencia máxima permitida entre los precios de nudo y el precio promedio libre. Esto originó un aumento del precio nudo a partir de mayo de 2005.

El cliente regulado más importante de Guacolda es la Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A.

Cientes libres

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

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 a optar por un régimen de tarifa regulada o por precios libres, por un período mínimo de cuatro años de permanencia en cada régimen. Esta opción podrá ser ejercida a partir de dos años después de la fecha de publicación de esta ley.

Los clientes libres más importantes de Guacolda son: la Empresa Minera Mantoverde S.A., la Empresa Minera Ojos del Salado y la Compañía minera Carmen de Andacollo. Se ha logrado renegociar los contratos con la mayoría de los clientes mineros para reflejar las actuales condiciones de mercado. Puntualmente se ha indexado el precio de la energía al precio del carbón.

Cientes del Mercado *Spot*

El mercado *Spot* es el mercado de transferencia de energía entre las generadoras del sistema (Endesa, Colbun, Gener, Guacolda, etc). Esta destinado a suplir los déficit de producción.

Cuando las generadoras tienen excedentes este es vendido a través del Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC-SIC).

El precio depende de los costos marginales, los cuales a su vez dependen en alto porcentaje de la condición hidrológica del momento. En 2008, Guacolda vendió 92,93 GWh en el mercado *spot* del CDEC-SIC.

Antecedentes del Mercado

El sector eléctrico chileno está claramente diferenciado en tres sub-sectores:

Generación

Se organiza en torno a 4 grandes redes

- Sistema Interconectado del Norte Grande (SING): Abarca la Primera y la Segunda Región. Consta de 6 empresas. La generación es en casi 100% termoeléctrica.
- Sistema Interconectado Central (SIC): desde Taltal hasta la Décima Región. Operan 20 empresas. La generación es aproximadamente 60% hidroeléctrica y 40% termoeléctrica. Es en este sistema donde opera Empresa Eléctrica Guacolda S.A.
- 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 (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, destacando Transelec, a través de sistemas de transmisión construidos previa 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 “peaje” correspondiente.

Distribución

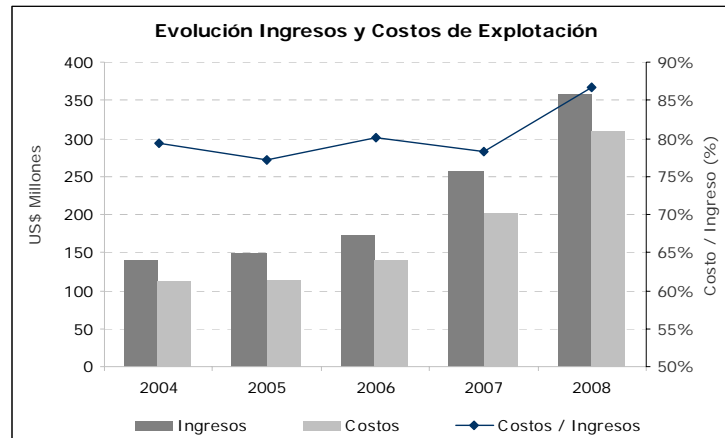
Las compañías distribuidoras compran electricidad a las generadoras al denominado “precio de nudo”, el cual es determinado por la autoridad, con el fin de venderla a los consumidores de su área de concesión. Los precios regulados corresponden a la suma del precio nudo más el valor agregado de distribución (VAD).

Evolución Financiera

El siguiente análisis posee una visión de largo plazo de las cifras mostradas por la compañía durante los últimos cinco periodos. Las cifras se presentan en dólares de cada periodo como han sido informadas por Guacolda.

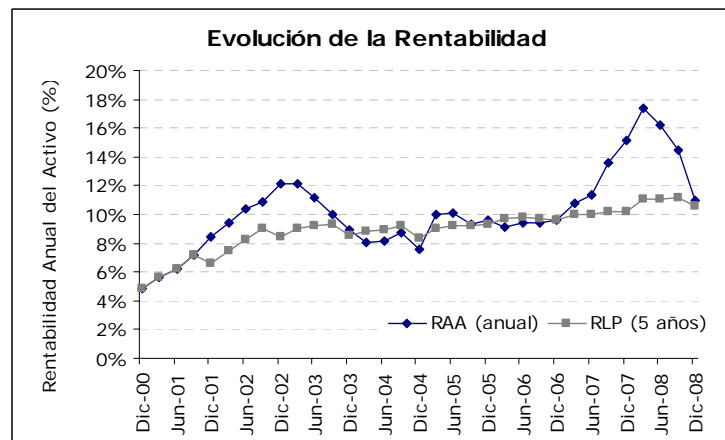
En términos de Ingresos la compañía ha mostrado una evolución positiva durante los últimos cinco años, con un crecimiento compuesto de 27% anual, lo que responde a un aumento en el precio nudo de la energía, junto con el aumento vegetativo de la demanda de energía. A diciembre de 2008, la compañía presenta ingresos por US\$ 359 millones, los que representan un aumento de 39% con respecto al periodo anterior. En el mediano plazo los ingresos de la compañía aumentaran de manera discrecional gracias a la entrada en funcionamiento de sus nuevas unidades de generación.

En términos de costos de explotación, estos han mostrado un comportamiento creciente dentro del periodo analizado, alcanzando un crecimiento anual compuesto de 32% (5 años). Lo anterior repercute en que en términos relativos, la compañía enfrenta un escenario más desfavorable que lo observado en años anteriores, lo que se explica principalmente por el mayor precio del carbón. En este sentido se espera una mejora en la relación de costos sobre ingresos debido a que las nuevas unidades de la compañía operan a través de una combinación más eficiente de *petcoke*-carbón. Siguiendo gráfico muestra la evolución del ingreso, el costo y la relación entre ambos para los últimos cinco años.



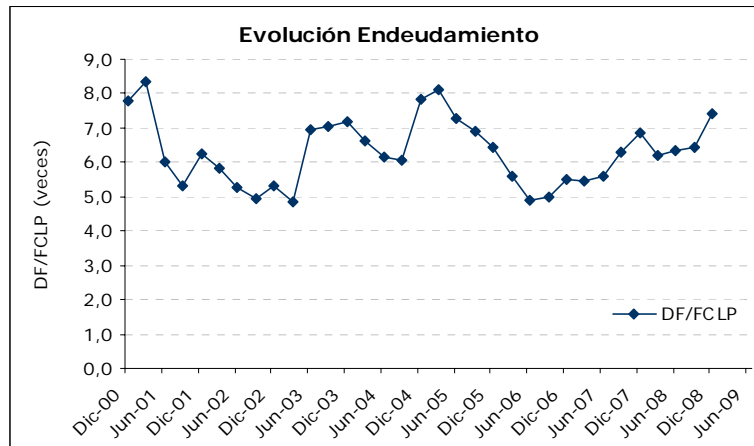
En términos de Ebitda, la compañía ha mostrado una tendencia volátil durante los últimos cinco años, relacionado principalmente a la volatilidad de los insumos de Guacolda. En términos relativos, el Ebitda a diciembre de 2008 representa el 15,5% de los ingresos, mientras que a diciembre de 2007, alcanzaba el 25,2%.

Para el análisis de largo plazo, *Humphreys* utiliza la rentabilidad histórica de los activos de la compañía, que incluye el Ebitda más el 30% de rentabilidad en empresas relacionadas y después del pago de gastos financieros e impuestos. En este aspecto, la rentabilidad de la compañía como promedio de los últimos cinco años alcanza el 10,6%. A continuación se muestra la evolución de la rentabilidad anual y promedio para los últimos periodos



En base a la rentabilidad promedio, y considerando los nuevos activos de la compañía, el flujo de caja de largo plazo estimado por *Humphreys* alcanza los US\$ 81 millones anuales. Al comparar

la deuda financiera con el FCLP se obtiene un ratio de 7,4 veces, lo que se compar negativamente con lo exhibido a diciembre de 2006 (5,5 veces) es por lo anterior, que la clasificación de riesgo de largo plazo de la compañía ha sido disminuida hasta **Categoría A**, dado que aunque se reconoce un mayor flujo futuro producto de la nuevas unidades, este es menor en términos relativos a la deuda financiera adquirida para financiar dichos proyectos en comparación a la estructura anterior. A continuación se grafica lo explicado anteriormente:



Línea de Efectos de Comercio

Actualmente Guacolda tiene las siguientes líneas de efectos de comercio inscritas:

- 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”

