



EMPRESA ELÉCTRICA GUACOLDA S.A.

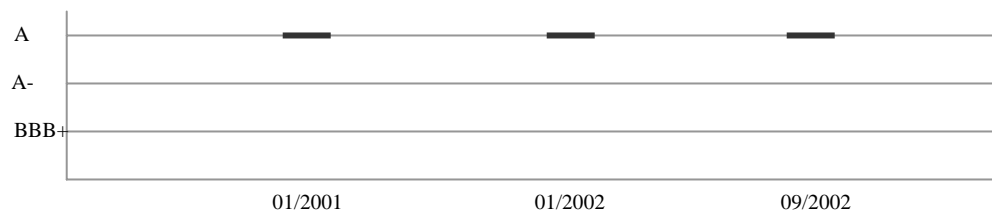
Septiembre 2002

Categoría de Riesgo y Contacto

Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos, Series A Perspectivas	A <i>Desfavorables</i>	Socio Responsable Gerente a Cargo Analista Teléfono	Alejandro Sierra M. Aldo Reyes D. Margarita Andrade P. 56-2-204 7293
Otros Instrumentos	No hay	Fax Correo Electrónico Sitio Web	56-2-223 4937 ratings@humphreys.cl www.moodyschile.cl
EEFF base	30 junio 2002	Tipo de Reseña	Informe Anual

Clasificación Histórica

Bonos



Estado de Resultados

Cifras en Miles de \$ de cada Año	Año 1998	Año 1999	Año 2000	Año 2001	Junio 2002
Ingreso Operacional	47.905.199	53.710.823	46.598.258	55.289.397	30.849.818
Costo Explotación	29.253.535	31.261.536	32.449.889	40.329.483	19.712.025
Gasto Admin. y Venta	867.092	856.830	1.422.545	1.515.707	973.572
Resultado Operacional	17.784.572	21.592.457	12.725.824	13.444.207	10.164.221
Gastos Financieros	11.658.050	9.816.364	10.658.572	11.928.111	5.247.514
Resultado No Operacional	(15.583.728)	(20.757.512)	(15.487.033)	(23.311.726)	(10.881.921)
Utilidad Neta	2.100.403	741.881	(2.879.350)	(8.896.113)	(734.837)

Balance General

Cifras en Miles de \$ de cada Año	Año 1998	Año 1999	Año 2000	Año 2001	Junio 2002
Activo Circulante	21.084.498	17.279.790	12.936.912	15.445.153	14.352.265
Activo Fijo	207.591.552	202.921.060	205.533.528	204.937.483	202.618.939
Otros Activos	1.449.459	1.032.526	3.153.669	2.751.811	2.275.672
Total Activos	230.125.509	221.233.376	221.624.109	223.134.447	219.246.876
Pasivo Circulante	15.748.040	11.500.670	73.416.172	22.491.726	86.828.543
Pasivo Largo Plazo	126.969.447	119.951.028	64.288.870	123.018.277	55.062.980
Patrimonio	87.408.022	89.781.678	83.919.067	77.624.444	77.355.353
Total Pasivos	230.125.509	221.233.376	221.624.109	223.134.447	219.246.876



Opinión

Fundamento de la Clasificación

La **Empresa Eléctrica Guacolda S.A.** es una sociedad orientada a la generación eléctrica, que cuenta con dos centrales a carbón ubicadas en la zona norte del Sistema Interconectado Central (SIC).

La clasificación de los bonos de **Guacolda** en *Categoría A* se fundamenta en los niveles de eficiencia de las plantas generadoras de la sociedad en comparación con otras unidades a carbón; situación que, además, se ha visto reforzada por la autorización para el uso de *petcoke* en sus procesos productivos. Asimismo, la clasificación incorpora como elementos positivos la existencia de contratos de muy largo plazo (alrededor de 80% de la energía firme) y los niveles de seguridad que han mostrado sus plantas; factores que contribuirían a la estabilización de los flujos de la empresa dentro de un contexto con adecuados márgenes operacionales.

Sin perjuicio de lo anterior, la clasificación también incorpora la concentración de activos del emisor en las dos plantas a carbón que posee, la dependencia que muestran sus flujos en relación con el sector minero (principales clientes) y el elevado nivel de deuda de la empresa.

En cuanto a las características del mercado, cabe mencionar el crecimiento experimentado por el consumo eléctrico (superior al PIB) y, en el caso particular de **Guacolda**, la fuerte demanda que representa el sector de la minería. Por otro lado, entre los riesgos asociados a la industria, destacan los efectos de una posible integración de los sistemas eléctricos que podrían conllevar a una baja en el nivel de precios y a una disminución en la competitividad del emisor.

Finalmente, se han considerado las características de los principales accionistas de la compañía, Aes Gener S.A. y Copec S.A., ambos con fuerte presencia en el sector eléctrico y de combustibles, respectivamente. La primera, clasificada en *Categoría Baa2* por *Moody's Investors Service*, es controlada por la empresa norteamericana AES Corporation con experiencia en el rubro eléctrico y clasificada en *Categoría Ba3* (grado especulativo).

En síntesis, los principales "activos" de la empresa dicen relación con una política comercial efectiva en cuanto a minimizar los riesgos para los próximos años y a la eficiencia comparativa de sus plantas dentro la zona norte del SIC. Con todo, el desafío de la compañía será el mantener o no debilitar significativamente sus fortalezas actuales, ello considerando las restricciones asociadas a una escasa diversificación de unidades generadoras y a un escenario futuro que se puede presumir con mayor nivel de competencia. En todo caso, la gestión realizada por la compañía, reflejada en gran medida en su política comercial, permite presumir que la administración tendrá la capacidad para adaptarse en forma adecuada a los cambios que pudieren sucederse a futuro.

Perspectivas de la Clasificación

Considerando que en abril de 2003 vencen deudas financieras significativas para el emisor (por alrededor de US\$ 116 millones), para las cuales la compañía se encuentra evaluando las posibilidades de refinanciamiento, y que entre los años 2004-2005 es la renovación de algunos contratos con clientes libres, los que - de ser renovados - podrían ser a precios más desfavorables para el emisor; se presume que los flujos futuros de la compañía podrían variar negativamente. Bajo este contexto, calificamos las perspectivas de la clasificación como **Desfavorables**.

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.



Oportunidades y Fortalezas

Sólida Política Comercial: La política comercial de la empresa se basa en contratos de largo plazo con vencimientos entre los años 2004 y 2015. En la actualidad alrededor del 80% 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).

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. La disponibilidad anual promedio de la unidad 1 y 2 fue de 96,1% y 81,5% durante el año 2001, respectivamente.

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.

Crecimiento de la Demanda: El consumo de energía en Chile ha crecido a tasas significativas en años anteriores, situación que se espera se mantenga en el tiempo, al menos, en el mediano plazo.

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 Propiedad y Administración: Los accionistas de la sociedad – Aes Gener (50%), Copec (25%) e Inversiones Ultraterra (25%) – son empresas de reconocido prestigio y solvencia en el ámbito nacional. En el caso de Aes Gener, esta sociedad se ha constituido como uno de los principales grupos eléctricos del país y se encuentra clasificada en *Categoría Baa2* por *Moody's Investors Service*.

Por otra parte, 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. A su vez, la administración ha demostrado, y sus resultados así lo avalan, una gestión profesional y eficiente.

Factores de Riesgo

Concentración de Generación de Flujos: Los ingresos del emisor provienen casi totalmente del negocio de generación eléctrica (99%), 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. En este caso particular ya se tiene conocimiento de cambios en el marco regulatorio del sector eléctrico en Chile los cuales, entre otros aspectos, consideran situaciones que podrían aumentar el riesgo del sector.

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. Todo esto se sumaría a la mayor penetración del gas natural en el sector, con nuevas centrales de ciclo combinado que presionarían a una disminución en los precios *spot* promedios.

Incidencia de Término de Contratos: El término de los contratos con los grandes clientes y la eventualidad que ellos no sean renovados afectaría la estabilidad de los flujos del emisor, los cuales serían más dependientes de los precios *spot*, dada la naturaleza variable de éstos. En este sentido, cabe destacar que un 30% de la energía contratada cuenta con vencimiento entre los años 2004-2005.

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.

Nivel de Endeudamiento: La empresa presenta un endeudamiento relativo elevado, el que se espera disminuya progresivamente dado el nivel de flujos proyectados para la empresa.

Exposición Cambiaria: Los costos de la compañía y una proporción relevante de su deuda están 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 y por la cobertura, mediante contratos *forward*, de sus pasivos de corto plazo.

Antecedentes Generales

La **Empresa Eléctrica Guacolda S.A.** se constituyó como sociedad anónima cerrada el 2 de abril de 1992. Su objeto principal es la producción y comercialización de energía y potencia eléctrica en la zona norte del Sistema Interconectado Central (SIC). Adicionalmente, la empresa realiza actividades portuarias contando con un muelle mecanizado para la descarga de carbón y graneles en general.

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.

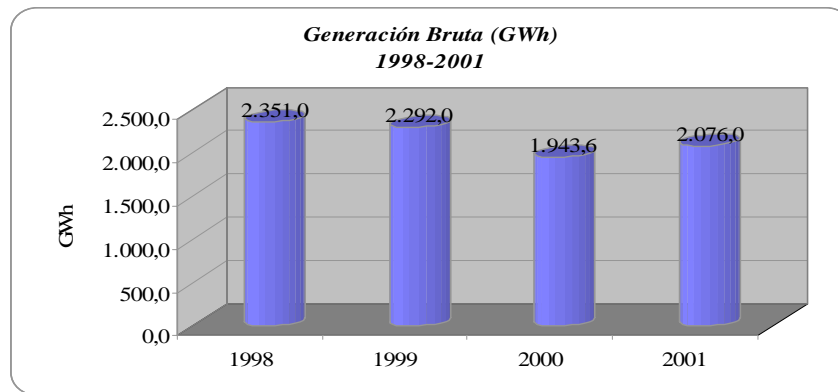
Dentro de los activos del emisor se incluyen, además, una subestación de 220 kV; una línea de transmisión de 220 kV, con una extensión de 34 kilómetros y compuesta por dos circuitos con capacidad de 340 MW cada uno entre la unidad 1 y la subestación Maitencillo; y otra línea de transmisión de 135 kilómetros 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 2001 fue de 2.076,0 GWh (unidad 1: 1.139 GWh y unidad 2: 937 GWh), lo que representó un 6,8% de la generación bruta del SIC.

Como se observa en el Gráfico la generación a carbón de **Guacolda** está relacionada con las condiciones hidrológicas del país, siendo mayor los años 1998 y 1999 (años secos) y menor el año 2000 (año lluvioso).



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

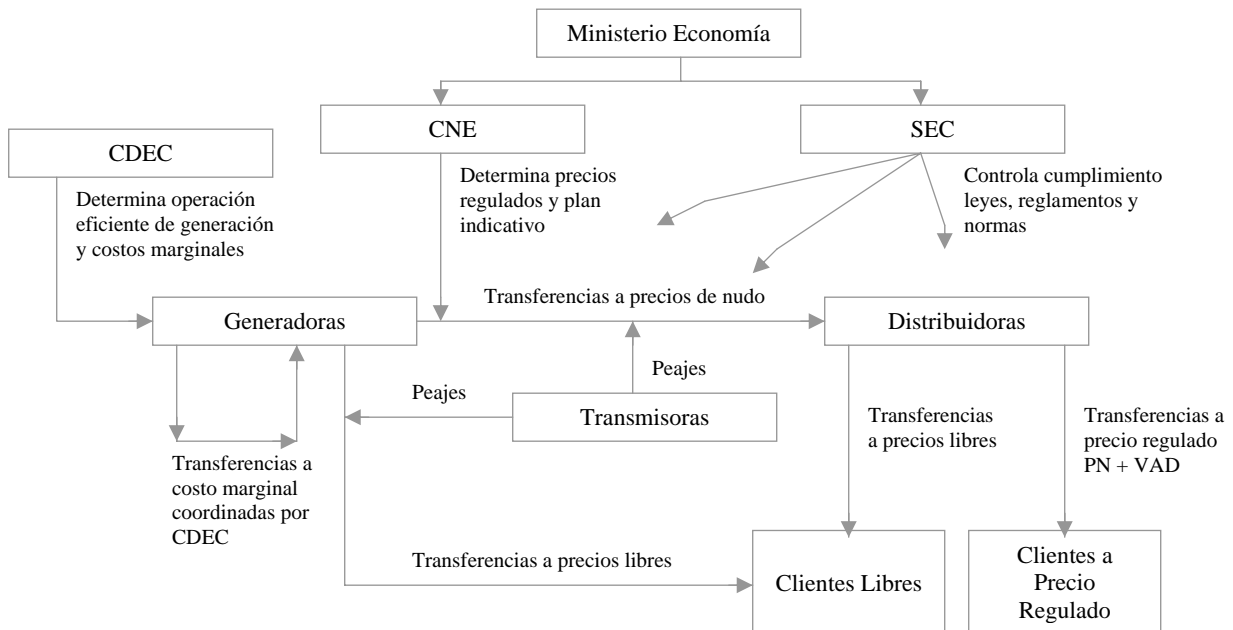
Este sector está conformado por las empresas que transportan la energía producida por las compañías generadoras, a través de sistemas de transmisión construidos previa obtención de la concesión respectiva, hasta las empresas distribuidoras a las cuales suministra. Por medio de las líneas de transmisión 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.

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 cuenta con una capacidad instalada de 6.553 MW según datos a diciembre de 2001. La demanda máxima alcanzó los 4.694 MW y el consumo anual se ubicó en 29.138 GWh (un 4,2% más que el año 2000).

Este sistema es mayoritariamente hidráulico (61% de la capacidad instalada total), lo que lo hace altamente dependiente de las condiciones hidrológicas de la zona. Actualmente, los afluentes de los ríos del SIC están por sobre la media histórica lo que ha llevado a una recuperación de los embalses.

Endesa, actuando directamente y a través de sus filiales Pehuenche, Pangué y San Isidro es el principal operador del SIC, con un 57% del total de la capacidad instalada. Le siguen Aes Gener y Colbún.

La capacidad instalada de **Guacolda** representó un 4,6% de la potencia instalada del SIC del año 2001. Asimismo, representó un 12% de la capacidad en centrales térmicas del SIC.

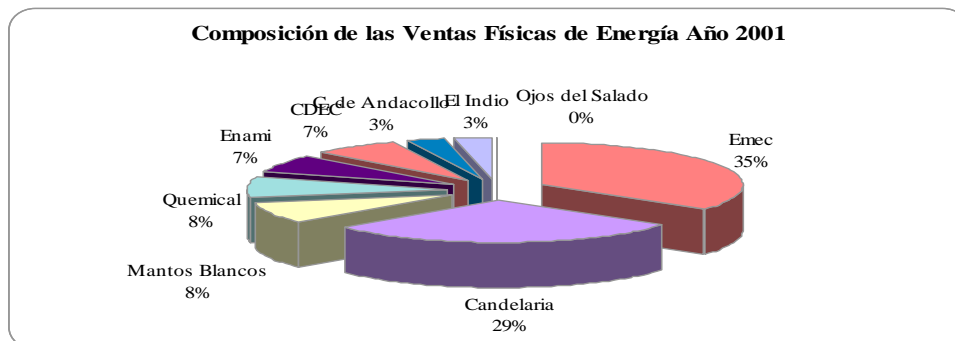
Operación Comercial de Guacolda

Las ventas de energía eléctrica de **Guacolda** se dirigen a los tres mercados existentes en el sector, concentrándose en el Mercado Libre (57% del monto de ventas del primer semestre del año 2002). Un 39% del volumen de ventas fue al Mercado Regulado y sólo un 4% al Mercado Spot.

En el caso del primero, cuenta con contratos de venta de energía y potencia con diversos clientes, entre los cuales destacan compañías mineras de la III y IV Región:

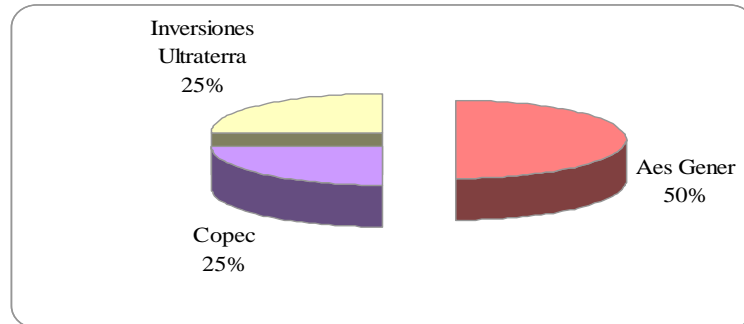
- Empresa Minera de Mantos Blancos S.A., División Mantoverde
- Compañía Contractual Minera Candelaria
- Compañía Contractual Minera Ojos del Salado
- Empresa Nacional de Minería: Fundición Hernán Videla Lira y Planta Manuel Antonio Matta
- Compañía Minera Carmen de Andacollo
- Compañía Minera El Indio
- Occidental Chemical Chile S.A.I. (empresa industrial de la VIII Región)

Por otro lado, mantiene un contrato de largo plazo con la principal distribuidora eléctrica de la zona: Empresa Eléctrica Emec S.A. (IV Región).



Propiedad

Al 30 de junio de 2002 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 17 millones de clientes de distribución, 139 plantas generadoras con 49 mil MW de capacidad y operación en 28 países alrededor del mundo. *Moody's Investors Service* ha clasificado a Aes Gener y AES Corporation en *Categoría Baa2* y *Categoría Ba3*, respectivamente.

Copec cuenta con 68 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 y de servicios. Se encuentra clasificado en *Categoría AA* a nivel local.

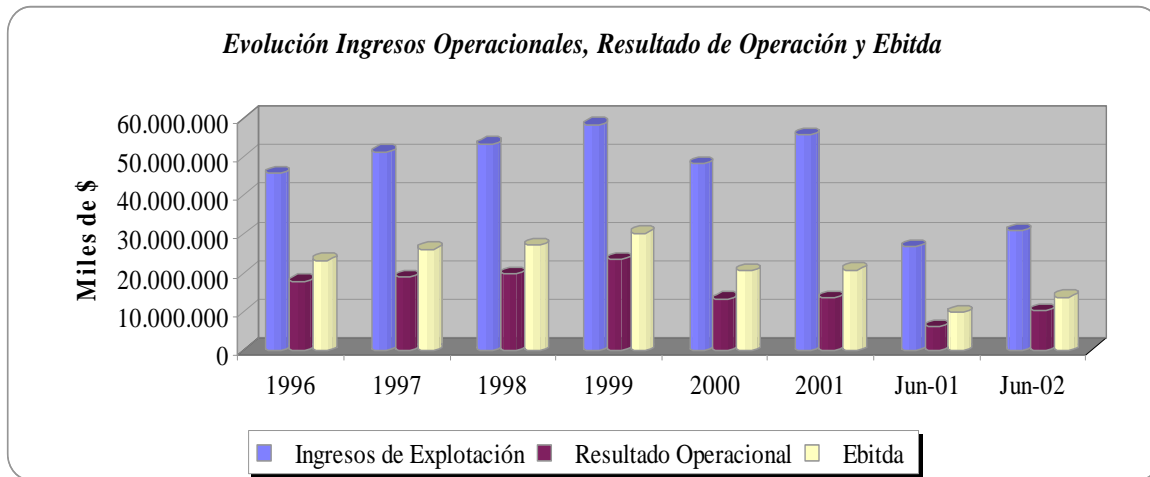
Resultados Globales a Junio de 2002

Durante el primer semestre del año 2002, la empresa generó ingresos de explotación por M\$ 30.849.818 (cerca de 45 millones de dólares), lo que representa un crecimiento real de 15,43% con respecto a igual período del año anterior.

Durante el mismo período, los costos de explotación alcanzaron un monto de M\$ 19.712.025, lo que significó una disminución real de 0,97% con respecto a los seis primeros meses del año 2001.

Los gastos de administración y venta sumaron M\$ 973.572 durante el primer semestre de 2002, en comparación a los M\$ 792.490 de igual período de 2001 (expresado en moneda de junio de 2002), lo que implicó un crecimiento real de 22,85%.

El resultado de operación de este período ascendió a M\$ 10.164.221 y el resultado final del ejercicio a una pérdida de M\$ 734.8370. Esto representa un crecimiento real de 68,64% del resultado operacional y una disminución de la pérdida neta de 90,19% con respecto a igual período de 2001. Las principales partidas no operacionales que explican la pérdida neta del período son: los gastos financieros (M\$ 5.247.514) y las diferencias de cambios (-M\$ 4.692.471).



Como se observa en el gráfico los ingresos de explotación presentaron una disminución importante el año 2000 (después de dos años secos que implicaron una mayor generación térmica por parte del sistema), lo que afectó los niveles de resultado operacional y ebitda, los cuales iniciaron una recuperación progresiva al año siguiente. El margen Ebitda del año 2001 fue de un 37,2% estimándose que para el presente año aumenta a más de un 40% (1998: 51,0%; 1999: 51,9% y 2000: 42,4%).

“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”.