

	Dic. 2021	Mar. 2022
Solvencia	AA	AA
Perspectivas	Estables	Estables

\* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES			
	2019	2020	2021
Margen Operacional	30,0%	32,3%	21,3%
Margen Bruto	36,6%	39,0%	30,9%
Margen Ebitda	46,9%	50,6%	36,1%
Endeudamiento total	0,8	0,9	1,3
Endeudamiento financiero	0,4	0,5	0,8
Ebitda / Gastos Financieros	7,7	7,5	6,0
Deuda Financiera / Ebitda	2,4	2,6	4,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda	1,3	1,2	1,8
FCNOA / Deuda Financiera	32%	29%	14%

(\*) Cifras e indicadores anualizados donde corresponda

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Parque generador competitivo					
Política comercial conservadora					
Confiabilidad de la generación					
Diversificación operacional y geográfica					
Exposición a intensidad en la inversión					

POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA					
Principales Aspectos Evaluados					
	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Coberturas					
Liquidez					

Analista: Nicolás Martorell  
Nicolás.martorell@feller-rate.com

## FUNDAMENTOS

Las clasificaciones asignadas a Colbún S.A. responden a un perfil de negocios "Satisfactorio" y una posición financiera "Sólida".

El "Satisfactorio" perfil de negocios de Colbún se sustenta en una importante posición competitiva de mercado, su diversificación operativa y su política comercial de contratación. Por otro lado, el "Sólido" perfil de su posición financiera considera sus bajos indicadores de endeudamiento, márgenes estables y predictibles, una alta flexibilidad financiera y una robusta posición de liquidez. En contraposición, la compañía está expuesta a riesgos provenientes de las condiciones hidrológicas junto con un plan de inversiones exigente en cuanto a fondos financieros y *timing* ligado a la incorporación de energía ERNC en su matriz.

Colbún es una de las principales compañías generadoras en Chile, con 3.795 MW de capacidad instalada. También posee operaciones termoeléctricas en Perú por 573 MW. La compañía en Chile mantiene un perfil térmico/hídrico equilibrado de 50%/50% en cuanto a su capacidad.

La compañía posee una política comercial conservadora, que le ha permitido mitigar en parte la exposición al riesgo hidrológico y al mercado *spot* a través de generación eficiente con contratos de largo plazo y cláusulas de indexación con contrapartes de buena calidad crediticia, contribuyendo a la estabilidad histórica de sus márgenes operacionales. Lo anterior se ve contrarrestado, en parte, por un mercado de generación competitivo, expuesto a riesgos técnicos, medioambientales y otros asociados a la construcción de sus proyectos, entre otros. Además, ante fallas en centrales eficientes, los compromisos de venta de energía se realizan a través de compras en el mercado *spot* o con generación de energía no eficiente.

Asimismo, la compañía durante los últimos años ha incorporado nuevos clientes libres a precios más bajos, en línea con las nuevas tecnologías ERNC que busca desarrollar, con un objetivo de más de 4 TW de capacidad a instalar hacia el 2030.

En 2021, el Ebitda alcanzó los US\$ 520 millones, disminuyendo un 23,8% con respecto a 2020, con un margen en torno al 36%. Esto, debido principalmente al aumento en los costos asociados a combustibles, dada una menor disponibilidad de generación propia eficiente por consecuencia de la sequía, y, en menor medida, por menores ventas a clientes libres dado el término de contrato con AngloAmerican.

Con respecto a los parámetros crediticios, si bien estos se han visto un poco más presionados durante 2021 por un menor margen y la mayor deuda asociada al bono verde por US\$ 600 millones, aún se encuentran dentro de la categoría de clasificación. De esta forma, a diciembre de 2021, el indicador deuda financiera / Ebitda y deuda financiera neta / Ebitda alcanzaron las 4,5x y 1,8x. Asimismo, la cobertura de gastos financieros se presenta consistente, logrando las 6,0x a igual fecha. Destaca el perfil de vencimientos de deuda financiera estructurada preferentemente en el largo plazo, donde se esperan refinanciamientos importantes algunos años antes de los vencimientos de deuda del 2024, 2027, 2030 y 2032.

La empresa muestra una amplia flexibilidad financiera, gracias a su "Robusta" posición de liquidez, dada la presencia de caja por US\$ 1.420 millones y una estructura de vencimientos de largo plazo, altamente manejable, junto con un amplio acceso al mercado, destacando el prepagado de la totalidad de los bonos locales a principio del 2022.

Con respecto al financiamiento del plan de inversiones, Feller Rate espera que se mantenga la estrategia de financiamiento conservadora demostrada por la empresa. Asimismo, la fuerte posición de liquidez y la generación de caja operacionales permitirían financiar parte de las nuevas inversiones y adquisiciones en el mediano

plazo, manteniendo los parámetros crediticios dentro del rango de clasificación. No obstante, la compleja situación hídrica presenta un desafío junto con la necesidad de concretar las inversiones ERNC en tiempo y forma dada la competitividad del mercado, lo cual podría presionar sobre rangos superiores dichas métricas crediticias.

## PERSPECTIVAS: ESTABLES

**ESCENARIO BASE:** Incorpora un contexto de generación seca, con una base de contratos cercana a los 12.000 GWh para los próximos años; el plan de inversiones enfocado en energías limpias; un reparto de dividendos de 50% para 2022; y un *ratio* de deuda financiera neta / Ebitda que podría alcanzar *peaks* hasta 3,5x. Además, considera una robusta liquidez para enfrentar eventuales nuevas adquisiciones y/o inversiones adicionales en el corto y mediano plazo.

**ESCENARIO AL ALZA:** Es poco probable en el corto plazo. No obstante, se podría gatillar ante una mejora estructural en los parámetros crediticios.

**ESCENARIO A LA BAJA** Se podría generar ante métricas de endeudamiento más agresivas, un perfil más agresivo de adquisiciones a través de deuda, desequilibrio en la posición comercial contratada y dificultades en la recontractación de nuevos PPAs, entre otros factores.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACIÓN

#### PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO

- Sólida posición del parque generador competitivo.
- Satisfactoria diversificación operacional y geográfica.
- Exposición del desempeño del negocio expuesto a condiciones hidrológicas, mitigado en parte por una política comercial conservadora en base a una posición contractual equilibrada.

#### POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA

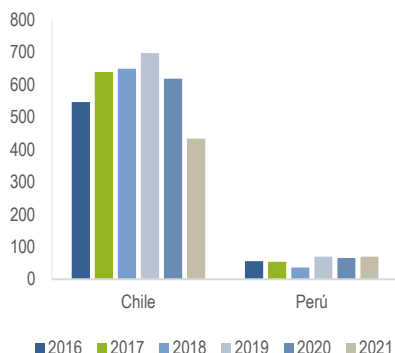
- Importante capacidad de generación de caja con márgenes altos.
- Indicadores históricamente estables.
- Industria intensiva en requerimientos de capital para el financiamiento de proyectos.
- Robusta posición de liquidez y alta flexibilidad financiera.

## ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

El accionista controlador de Colbún S.A es el grupo Matte a través de los vehículos societarios Minera Valparaíso S.A y Forestal Cominco S.A., con el 35,17% y 14,0% del capital accionario, respectivamente. También poseen propiedad en Colbún a través de otros vehículos, con lo que llegan a una participación de 49,96%.

## EVOLUCION DEL EBITDA POR MERCADO

US\$ millones



## PERFIL DE NEGOCIOS

### SATISFACTORIO

Colbún S.A. es una empresa de origen chileno que cuenta con activos de generación y transmisión eléctrica operando en Chile, a través del Sistema Eléctrico Nacional (SEN) y en menor medida en Perú, en el Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN).

## CONTINGENCIA COVID 19 Y CONGELACION TARIFARIA SIN EFECTOS SOBRE PERFIL DE RIESGO HASTA AHORA

Dada la contingencia sanitaria por Covid 19 que impacta a Chile y al mundo desde marzo de 2020, la compañía ha tomado los resguardos suficientes para mantener la continuidad operacional de la compañía y la seguridad de sus trabajadores.

De esta forma, se está trabajando vía remoto y las faenas mantienen una serie de medidas de higiene y seguridad para sus trabajadores. Asimismo, el suministro de combustibles no se ha visto afectado ni ha habido impactos que provoquen retrasos en el desarrollo de proyectos.

Si bien durante el periodo 2020-2021 se apreció un impacto en la demanda eléctrica de clientes residenciales ante una probable contracción del PIB, la demanda industrial de la mano del sector minero permitió compensar dicha caída. Asimismo, los niveles de cobranza se han mantenido acorde al rango de clasificación, sin mayores impactos.

Asimismo, a fines de 2019 con el objeto de estabilizar las tarifas de clientes finales, se promulgó la ley PEC. Esta ley "congela" las tarifas reguladas, en pesos chileno, manteniendo aquellas contenidas en el último decreto PNP (de H1-2019). De esta forma, los saldos derivados del mecanismo se contabilizan y registran debidamente en los decretos de precio de nudo, para cada contrato de cada generador, con la finalidad de luego ser devueltos a contar del año 2023.

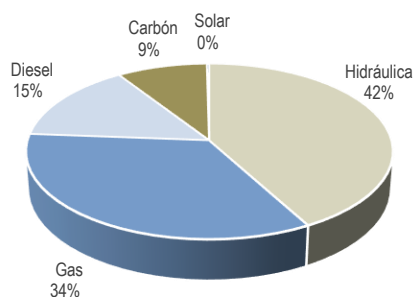
Dicho desfase en la facturación generaría impactos en el capital de trabajo de la compañía relacionados a cuentas por cobrar en este concepto. No obstante, esto se encuentra mitigado gracias a la estrategia del mantenimiento al acceso al mercado financiero. En línea con lo anterior, en enero del año pasado la compañía alcanzó un acuerdo con Goldman Sachs, IDB Invest y Allianz para vender dichas facturas por hasta US\$ 140 millones, asegurando la liquidez. En 2021, la compañía cedió US\$ 96 millones.

## CONFLICTO RUSIA – UCRANIA Y POTENCIALES EFECTOS

Dada la naturaleza energética de Colbún, eventuales efectos negativos podrían materializarse ante el encarecimiento de los precios de los combustibles, y su disponibilidad con consecuencia en los márgenes y en el capital de trabajo. No obstante, de forma preliminar, dichos efectos se encontrarían mitigados en parte gracias a cláusulas de indexación que traspasan alzas de sus costos a precios en sus contratos. Asimismo, la compañía en el corto plazo no se encontraría mayormente expuesta dado que los contratos de gas se rigen por condiciones locales, y los precios del gas que importan de Argentina no se vería impactado por las condiciones internacionales, al igual que el combustible de Camisea. Además, la compañía podría cubrir ciertas diferencias que surjan a través de su política de hedging. Con todo, la capacidad de traspasar dichas alzas a precios será clave. Feller Rate considera la situación actual en desarrollo y se mantiene monitoreando continuamente el avance del conflicto, sus consecuencias a nivel local, junto con las medidas y estrategias mitigantes a implementar por la compañía.

**CAPACIDAD INSTALADA EN CHILE Y PERÚ<sup>(1)</sup>**

A diciembre de 2021



(1) En base a su potencia MW

**NEGOCIOS DE GENERACIÓN ELÉCTRICA CHILE**

2019-2021

	2019	2020	2021
Ventas (Gwh)	12.178	12.069	10.922
% Distribuidoras	36%	26%	28%
% Clientes libres	54%	60%	62%
% Spot	10%	14%	10%
Generación propia (GWh)	11.927	12.103	10.982
% Hidro.	43%	46%	36%
% Termo	55%	53%	62%
% Otros	2%	1%	2%
Compras M° Spot (GWh)	472	281	286
Market Share por generación	16%	16%	13%

**NEGOCIO DE GENERACIÓN ELÉCTRICA PERÚ**

2019-2021

	2019	2020	2021
Ventas (Gwh)	3.911	3.217	3.529
% Contratos	75%	70%	58%
% Spot	25%	30%	42%
Generación propia (GWh)	3.767	2.887	3.439
% Gas	100%	100%	100%
Compras M° Spot (GWh)	232	313	178
Market Share por generación	7%	6%	6%

**SÓLIDA POSICIÓN COMPETITIVA DE SUS NEGOCIOS DE GENERACIÓN EN MERCADOS DONDE OPERA**

En Chile, la compañía desarrolla sus actividades comerciales en el SEN, distribuyéndose la generación de energía eléctrica a través de 24 centrales generadoras, que totalizan una potencia instalada bruta de 3.222 MW, equivalente al 16% de la capacidad del mercado y un 13% en términos de la generación anual del sistema para el año 2021.

En Perú se encuentra concentrada su generación a través de la Central de Ciclo Combinado Fénix (573 MW), adquirida el año 2015, contando con el 51% de la propiedad. A diciembre de 2021, dicho activo alcanzaba una participación de mercado del 6%, aproximadamente. Esta compañía cuenta con clasificación de riesgo internacional "BBB-/Estable".

Asimismo, destaca la disponibilidad operativa de las plantas cercana a un 95%, en línea con políticas de mantenimientos programados, preventivos y predictivos consistentes con las recomendaciones de los proveedores de equipos.

Con respecto al negocio de transmisión, tras la venta de los activos de Colbún Transmisión este representa un porcentaje muy acotado del Ebitda de la compañía. Sin embargo, posee un alto potencial de desarrollo, que podría aportar a la diversificación y estabilidad de los flujos.

**ALTA DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA Y OPERACIONAL DENTRO DE CHILE, PAÍS DE BAJO RIESGO RELATIVO DE LA REGIÓN**

El total de la capacidad instalada de Colbún se encuentra distribuida a través de 18 unidades de energía renovable (17 hidráulicas y 1 solar) y 6 unidades térmicas a lo largo de todo Chile, evitando riesgos de cúmulos ante siniestros. Cabe destacar que la compañía cuenta con seguros para sus activos, que se renuevan anualmente a través de licitaciones competitivas, incluyendo daño físico y perjuicios por paralización, con aseguradores de alta expertiz y buena calidad crediticia.

Dado que el 90% de su Ebitda es generado en Chile, destaca la alta estabilidad de su marco regulatorio junto con su bajo nivel de riesgo soberano ("A+/Estables" en escala internacional por agencias de *rating* internacionales) con respecto a otras economías de la región.

**PARQUE GENERADOR COMPETITIVO GRACIAS A BASE DE GENERACIÓN MAYORITARIAMENTE HIDROELÉCTRICA, COMPLEMENTADO CON TERMOELÉCTRICAS EFICIENTES**

Cerca del 50% del parque generador de Colbún en Chile corresponde a recursos renovables, incluyendo generación hidroeléctrica, energía eólica y solar, y el restante 50% a carbón, gas natural y *diésel*.

Este parque de bajo costo de producción le otorga un alto grado de competitividad donde opera, obteniendo altos niveles de despacho y un adecuado margen. Además, su diversificación y adecuado respaldo, junto con una política comercial conservadora, permiten mitigar en parte la exposición al riesgo hidrológico. De esta forma, bajo un periodo hidrológico seco, las unidades a gas natural y/o compras al mercado spot pueden cubrir este diferencial.

Además, en Chile aproximadamente un 15% del parque es *diésel* de alto costo, manteniendo cerca de un 35% en ciclos combinados a gas y carbón, tecnologías de alta confiabilidad que complementan el equilibrio contractual de su política comercial.

Con respecto al suministro de gas natural en Chile, en mayo de 2017 la compañía suscribió un acuerdo con ENAP por capacidad de regasificación y suministro de GNL por 13 años, hasta 2030. Esto permite a Colbún contar con el GNL proveniente de los embarques de ENAP Refinerías y de otros proveedores del mercado internacional. Con estos volúmenes la unidad de Nehuenco puede operar a plena capacidad. Asimismo, la compañía posee contratos de gas natural con productores argentinos.

Estos suministros otorgan un buen respaldo para futuros contratos con clientes libres u otros proyectos y también una mejor diversificación del mix energético con generación a costos relativamente más bajos que otros combustibles, como *diésel* y *fuel oil*.

La compañía mantiene relaciones de larga data con compañías que le suministran el carbón para la Central Santa María desde diferentes lugares del mundo. De esta forma, se realizan licitaciones siguiendo una política de compra temprana adjudicando el suministro a empresas competitivas y con respaldo.

En Perú, también cuenta con contratos de largo plazo de suministro y transporte con el consorcio ECL 88 y TGP, respectivamente.

## POLÍTICA COMERCIAL DE CONTRATACIÓN CONSERVADORA MITIGA EN PARTE LA EXPOSICIÓN AL DESEMPEÑO A CONDICIONES HIDROLÓGICAS

Tanto la marcada estacionalidad hídrica intraanual, como diferentes escenarios hidrológicos interanuales (i.e. sequía, húmedo, etc.) podrían afectar la capacidad de generación hidroeléctrica de la empresa y los precios de comercialización para la energía no contratada, afectando en consecuencia su desempeño financiero, al tener que recurrir a tecnologías de costos más altos o un mercado spot más volátil.

No obstante, la política comercial de la compañía ha permitido mantener una adecuada capacidad de generación de fondos, incluso en escenarios secos en Chile como los registrados a la fecha, ya que esta reduce las variaciones del margen.

En un escenario hidrológico normal-seco, la posición comercial de la empresa en el SEN le permite a la compañía disponer de capacidad suficiente para cubrir sus contratos de suministro, tanto con clientes regulados como no regulados, gracias a sus contratos de GNL y realizar acotadas ventas en el mercado spot.

Por otro lado, un escenario normal-húmedo, la compañía se beneficia 100% de un costo variable más bajo cumpliendo sus contratos a un mayor margen junto con mayores ventas al spot.

## CONTRATOS DE LARGO PLAZO CON ADECUADAS CLÁUSULAS DE INDEXACIÓN OTORGAN ESTABILIDAD A LOS MÁRGENES Y MITIGAN RIESGO DE RECONTRATACIÓN Y DE PRECIOS DE COMBUSTIBLES

Cerca de 13.000 GWh corresponden a ventas de energía contratada entre más de 300 clientes categorizados como clientes regulados (34%) y clientes libres (66%) a través de contratos de largo plazo con una duración promedio de 7 años en Chile y 6 años en Perú.

Estos contratos fijados en dólares cuentan con cláusulas de indexación ligadas a precios de combustibles y CPI otorgando una mejor protección a los márgenes.

Cabe destacar que aquella porción que quede expuesta se cubre con derivados de combustibles (opciones *call* y *put*).

Asimismo, las contrapartes corresponden a clientes mineros (Codelco, BHP, Zaldivar entre otros), clientes industriales (CMPC, Walmart, Cementos Biobío, entre otros) y distribuidores eléctricos (Enel Distribución, CGE, entre otros), empresas de fuerte calidad crediticia.

Con respecto a futuros riesgos de contratación, hacia 2024 cerca 3.000 GWh de capacidad contratada habrán vencido, quedando la empresa expuesta a riesgo de contratación en 2024, lo que equivale al 30% de la actual capacidad contratada. Como parte de las medidas mitigantes, la compañía de forma consistente ha contratado nuevos PPAs con clientes libres desde el 2016, dado los cambios en el marco legal y la caída de los precios en los últimos 4 años. De esta forma, en 2021 se adjudicó cerca de 434 GWh en contratos con clientes no regulados, destacando la renovación de los contratos de suministro de energía con Magotteaux (66 GWh/año por 8 años), Vulco (24 GWh/año por 5 años) y Asmar (17 GWh/año por 5 años), y la contratación del Grupo Marina (67 GWh/año por 9 años).

Si bien eventualmente los márgenes podrían disminuir respecto de sus promedios históricos, estos se mantendrían altos ante un parque generador mayoritariamente hidroeléctrico (acotando las presiones de escasez del recurso) más ERNC de costos marginales acotados y un importante acceso a gas natural, a precios competitivos.

Además, Colbún cuenta con una importante posición competitiva a nivel local, un buen *track record* de renovación de contratos comerciales y la posibilidad de participar en nuevos procesos de licitación, tanto de clientes privados como de clientes regulados, mitigando en parte el riesgo de contratación.

## INVERSIONES EN LÍNEA CON TENDENCIA MUNDIAL DE ENERGÍA ERNC, A TRAVÉS DE DESARROLLOS PROPIOS Y ADQUISICIONES

Solo el 10% de la capacidad instalada de la compañía es a través de carbón, lo cual le ha permitido mitigar de mejor forma los riesgos ligados a la descarbonización de la matriz, en comparación a su competencia.

En efecto, dentro del plan de descontaminación anunciado por el gobierno a mediados de 2019, la compañía se comprometió a la desconexión de la Central Térmica Santa María (350 MW) hacia el año 2040, sin generar ningún *impairment* en sus estados financieros, ni efectos en el perfil de riesgo de la compañía considerando el futuro plan de inversiones ERNC, la diversificación hacia nuevos negocios de transmisión eléctrica y la renegociación y adaptación de contratos comerciales asociados.

Asimismo, a fines de diciembre de 2019, Colbún vendió el 100% de la central termoeléctrica Antilhue (103 MW) con el objeto de concentrar sus esfuerzos en desarrollar unidades de generación de energía costo-eficientes.

La compañía tiene foco hacia el 2030 de incorporar cerca de 4.000 MW en nuevas plantas solares y eólicas. Actualmente, tiene una cartera en fases de estudio y desarrollo por 3.100 MW para los próximos años. Destacan los proyectos Diego de Almagro Sur I y II de 230 MW (93% de avance, COD 1T22), Parque Eólico Horizonte de 778 MW en Tal Tal (construcción iniciada el 4T21, con inyección de energía hacia fines de 2023, inicio 2024), Proyecto Solar Fotovoltaico Jardín Solar (537 MW con RCA Aprobado), Proyecto Solar Fotovoltaico Inti Pacha (750 MW, 3 etapas, RCA aprobado, COD 2024), y Los Junquillos (360 MW) y Celda Solar (156 MW) junto a otros proyectos hidroeléctricos, solares y eólicos, en distintas fases de desarrollo.

Feller Rate espera que estas nuevas inversiones permitan complementar las tecnologías existentes, diversificar la matriz y mejorar la posición competitiva en lo referido a su curva de despacho. Asimismo, la compañía mantendría una estrategia de expansión, tanto de forma orgánica como inorgánica, en Chile, Perú y Colombia, pudiendo inclusive entrar a otras firmas junto con socios, evitando los riesgos de construcción.

## FACTORES ESG CONSIDERADOS DENTRO DE LA CLASIFICACION.

### — AMBIENTALES

Los riesgos ligados a la descarbonización se encuentran acotados ante un parque generador que solo posee un 10% de su matriz a carbón, concentrado en una sola planta, junto con una estrategia ligada a nuevas inversiones ERNC para generar una matriz más renovable. No obstante, el riesgo de un aumento en la velocidad de descarbonización y una política de emisiones más estricta será relevante en la medida de que sean capaces de traspasar nuevos costos que surjan a sus clientes.

La compañía posee exposición de la operación a cambios climáticos e hídricos. No obstante, la política comercial ha permitido mitigar en parte dicho riesgo manteniendo una adecuada capacidad de generación de fondos, incluso en escenarios secos en Chile como el visto en 2021 ya que este reduce las variaciones del margen. Con todo, la mantención del escenario seco en los próximos años es un riesgo a considerar.

Destaca la colocación de bonos verdes y la presencia en ciertos índices de reconocimiento mundial. Asimismo, la compañía cuenta con un plan de reducción de huella de carbón (carbono neutralidad al 2050), gestión eficiente del recurso hídrico y manejo de las cenizas de la Central Santa María.

### — SOCIALES

El impacto en las comunidades ante proyectos se encuentra gestionado por estrategias ligadas a compensar las externalidades negativas que puedan surgir de este, considerando la ubicación de sus activos. Asimismo, la compañía mantiene una gestión activa con sus sindicatos, sin contar con huelgas con efectos materiales en la operación.

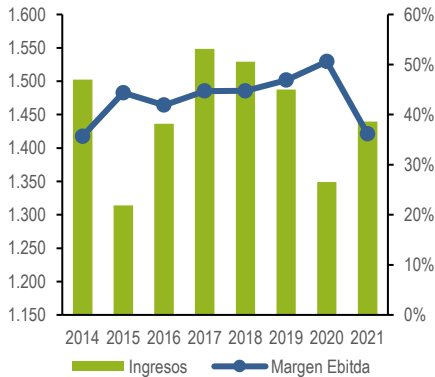
### — GOBIERNOS CORPORATIVOS

Considera como suficientes aspectos de sus gobiernos corporativos, donde la empresa es administrada por un directorio de 9 miembros (2 de ellos independientes), elegidos por un periodo de tres años, pudiendo ser reelegidos. Asimismo, posee un Comité de Directores que sesiona regularmente.

Respecto de la disponibilidad de información, posee un área de relación con los inversionistas y publica en su página web información significativa y abundante para sus accionistas como memoria anual, estados financieros trimestrales, presentaciones de resultados, hechos esenciales, plan de sustentabilidad y actas de juntas de accionistas, entre otros.

## EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES

Ingresos en millones de US\$



## POSICION FINANCIERA

SÓLIDA

### RESULTADOS Y MÁRGENES:

Alta capacidad de generación de fondos como resultado de su política comercial

La compañía ha exhibido una importante capacidad de generación de fondos y márgenes relativamente estables dada su estructura comercial a partir del año 2015, mitigando la variabilidad mostrada en años anteriores.

En 2021, Chile representó cerca del 88% de los ingresos y un 87% del Ebitda total de la compañía. Por lo tanto, Perú tiene un peso acotado en los estados financieros de Colbún.

El año pasado los ingresos aumentaron un 6,7% con respecto a igual periodo del año anterior debido a la recuperación de la demanda dado los avances y menores restricciones. En consecuencia, se apreció mayores ventas al spot dado los altos costos marginales del sistema, que compensó menores ventas físicas; mayores ventas a clientes libres dado aumentos en los precios a través de los indexadores de los contratos, entre otros. Esto fue comenzado en parte dado los menores ingresos por la venta de Colbún Transmisión S.A. en septiembre de 2021 y menores ventas a clientes regulados por el término del contrato con Anglo American a fines del 2020. Con todo, las ventas físicas en Chile alcanzaron los 10.922 GWH, disminuyendo un 10%, en línea con una menor generación propia producto principalmente de los menores caudales disponibles.

Los costos y gastos de la operación, administración y ventas siguieron la misma tendencia aumentando en un 24,1% con respecto a diciembre de 2020. Este efecto se explica por el mayor precio de gas y mayor consumo del carbón y *diésel*, junto con mayores costos de compras en el mercado *spot*, debido a los mayores costos marginales del sistema respecto al año 2020.

Con todo, el Ebitda, cayó un 23,8%, alcanzando los US\$ 520 millones, con un margen deteriorado cercano al 36,1% a diciembre de 2021, por debajo del margen Ebitda mostrado los últimos 4 años anteriores en torno a un 46,7% promedio.

Cabe destacar la venta en 2021 de Colbún Transmisión S.A. cuyo precio final de venta fue de US\$1.185 millones, lo cual generó un efecto en resultado antes de impuestos de US\$830 millones, no recurrente.

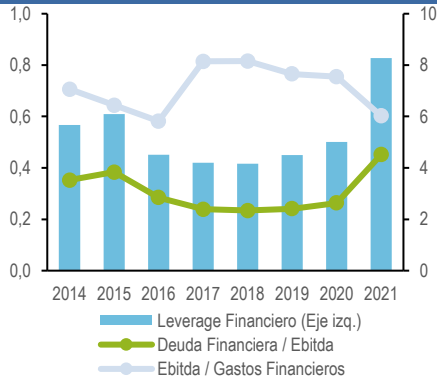
Feller Rate espera que la capacidad de generación de caja de la compañía y la nueva deuda levantada en 2021 le permita cubrir sus inversiones con acotada exposición a nueva deuda, permitiendo mantener un reparto de dividendos flexibilizado, pero consistente la categoría, y contar con fondos ante oportunidades de adquisición o nuevos negocios.

### ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

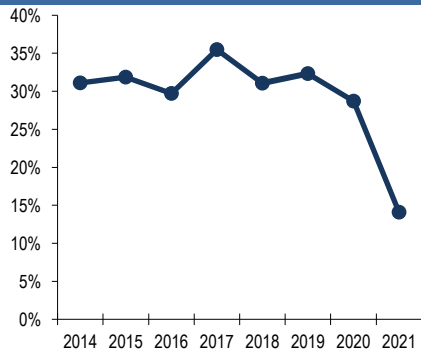
Parámetros crediticios altamente estables con un moderado impacto de deuda financiera

Al 31 de diciembre de 2021, la deuda financiera de la compañía ascendió a US\$ 2.350 millones, registrando un alza en torno a los US\$ 553 millones con respecto al año

## EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA

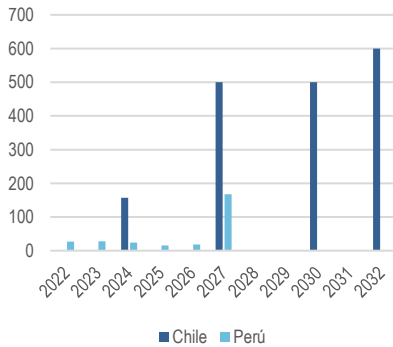


## EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA





**PERFIL DE VENCIMIENTOS DE DEUDA FINANCIERA**



\*Cifras en millones de US\$

**PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ**

- Caja y equivalentes, a diciembre de 2021, por US\$ 1.420 millones.
- Una generación consistente con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.
- Líneas de crédito no comprometidas por US\$ 150 millones

**PRINCIPALES USOS DE LIQUIDEZ**

- Amortización de obligaciones financieras acordadas al calendario de vencimientos.
- CAPEX asociado al plan de inversiones
- Dividendo según política de reparto

anterior. Esto en línea con la emisión en octubre de 2021 del primer bono verde por US\$ 600 millones a 10 años plazo a tasa cupón de 3,15%, para financiar proyectos ERNC.

Además del bono recién mencionado, la deuda se encuentra conformada principalmente por US\$ 1.157 millones de bonos Yankee (bono bullet emitido en 2014 con capital remanente de US\$157 millones y vencimiento en 2024, bono bullet emitido en 2017 por US\$500 millones y vencimiento en 2027, y bono bullet emitido en 2020 por US\$500 millones y vencimiento en 2030, todos con intereses pagaderos semestralmente), US\$ 335 millones, del bono Yankee en Perú asociado a Fenix (amortizing más balloon al 2027, intereses pagaderos semestralmente), dos leasings financieros en Perú asociados a NIIF16: uno por US\$13 millones asociado a un contrato de transmisión con Consorcio Transmataro, y otro por US\$110 millones asociado a un contrato de distribución de gas con Calidda.

Con respecto a la deuda en bonos locales (Serie F y Serie I), está fue prepagada 100% en enero de 2022 por un monto cercano a los UF 4,6 millones.

Cabe destacar que las obligaciones en Perú ligadas a Fénix se consideran *stand alone*, sin garantías por parte de Colbún, respondiendo exclusivamente a la propia capacidad de pago de los activos asociados.

La estructura de deuda no tiene exposición al riesgo de tasa (100% fija) y mantiene un buen calce de monedas (100% USD), dado que la moneda funcional también es el dólar (ya que parte de los ingresos y costos son en dicha divisa) y la indexación de precios de los contratos también está ligado a la mencionada moneda.

Con respecto a los parámetros crediticios, si bien estos se han visto un poco más presionados durante 2021 por un menor margen y la mayor deuda, aún se encuentran dentro de la categoría de clasificación. De esta forma, a diciembre de 2021, el indicador deuda financiera / Ebitda y deuda financiera neta / Ebitda alcanzaron las 4,5x y 1,8x. Asimismo, la cobertura de gastos financieros se presenta consistente, logrando las 6,0x a igual fecha.

Destaca el perfil de vencimientos de deuda financiera estructurada preferentemente en el largo plazo, donde se esperan refinanciamientos importantes algunos años antes de los vencimientos de deuda del 2024, 2027, 2030 y 2032.

Con respecto al financiamiento del plan de inversiones, Feller Rate espera que se mantenga la estrategia de financiamiento conservadora demostrada por la empresa. Asimismo, la fuerte posición de liquidez y la generación de caja operacionales permitirían financiar parte de nuevas inversiones y adquisiciones en el mediano plazo manteniendo los parámetros crediticios dentro del rango de clasificación. No obstante, la compleja situación hídrica presenta un desafío junto con la necesidad de concretar las inversiones ERNC en tiempo y forma dada la competitividad del mercado lo cual podría presionar sobre rangos superiores dichas métricas crediticias.

**LIQUIDEZ: ROBUSTA**

Considerando un flujo de fondos neto de la operación de 2021 cercano a los US\$ 330 millones y una importante caja de US\$ 1.420 millones, la compañía cuenta con alta capacidad para cubrir vencimientos de pasivos corrientes en 12 meses, por cerca de US\$ 289 millones.

Destaca una política de liquidez de mantener US\$ 100 a US\$ 150 millones en caja operativa.

Asimismo, considera acotadas necesidades de capital de trabajo y un capex base para el año 2022 ligado al desarrollo de sus proyectos y capex de mantenimiento, junto con un reparto de dividendo del 50% de la utilidad.

Cabe mencionar que los fondos provenientes la venta de Colbún transmisión fueron repartidos en gran parte a sus accionistas a través de un dividendo en torno a los US\$ 1000 millones en 2021, sin tener mayor impacto en la liquidez.

Feller Rate, además, incorpora la estructuración de la deuda sin vencimientos relevantes hasta 2024, el respaldo histórico de los accionistas, y un buen acceso al mercado financiero local e internacional.

Se considera las líneas de crédito no comprometidas por un valor de US\$ 150 millones (a diciembre de 2021) y las líneas de bonos inscritas en el mercado local que brinda flexibilidad financiera adicional.

### CLASIFICACIÓN DE ACCIONES: PRIMERA CLASE NIVEL 1

La clasificación "1ª Clase Nivel 1" asignada a las acciones de Colbún responde principalmente a la clasificación de solvencia "AA" que posee la compañía y, en menor medida, a su alto *free float* en torno al 40,46% e indicadores de liquidez bursátil.

Considera el mantenimiento de satisfactorios aspectos de sus gobiernos corporativos, donde actualmente la empresa es administrada por un directorio de nueve miembros (dos de ellos independientes), elegidos por un periodo de tres años, pudiendo ser reelegidos.

Asimismo, la compañía posee un Comité de Directores que sesiona regularmente con el fin de examinar las materias de su competencia, de acuerdo a la legislación vigente. Respecto de la disponibilidad de información, la compañía publica en su página web una importante cantidad de información para sus inversionistas, destacando noticias, memoria, estados financieros trimestrales, presentaciones, entre otros.

	30 Abril 2019	13 Nov. 2019	20 Abril 2020	26 Mar. 2021	16 Mar.2022
Solvencia	AA	AA	AA	AA	AA
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
Líneas de Bonos	AA	AA	AA	AA	AA
Acciones Serie Única	1ª Clase Nivel 1	1ª Clase Nivel 1	1ª Clase Nivel 1	1ª Clase Nivel 1	1ª Clase Nivel 1

### RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de dólares bajo IFRS

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos Operacionales	1.314	1.436	1.548	1.529	1.487	1.349	1.440
Ebitda <sup>(1)</sup>	583	602	692	684	697	683	520
Resultado Operacional	388	374	469	447	447	436	307
Ingresos Financieros	6	10	13	20	22	11	5
Gastos Financieros	-91	-103	-85	-84	-91	-90	-86
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	200	205	289	230	202	89	540
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	718	518	601	516	565	526	334
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	712	508	589	498	543	515	331
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	603	425	512	442	484	444	258
Inversiones en Activos Fijos Netas	-88	-188	-122	-108	-67	-113	933
Inversiones en Acciones	-206	-9	-3	-4	0	-5	
Flujo de Caja Libre Operacional	309	229	387	330	417	326	1.191
Dividendos Pagados	-53	-99	-161	-291	-346	-241	-1.245
Flujo de Caja Disponible	256	130	226	39	71	85	-54
Otros Movimientos de Inversiones	393	110	-472	-34	101	-243	-317
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	649	240	-246	5	172	-158	-371
Variación de Capital Patrimonial							
Variación de Deudas Financieras	-23	366	840	0	-55	120	521
Otros Movimientos de Financiamiento	15	-14	-47	-19	-10	-36	-11
Financiamiento con Empresas Relacionadas		-894	-872	-35	0		
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	641	-302	-325	-50	108	-73	138
Caja Inicial	254	896	594	269	219	327	254
Caja Final	896	594	269	219	327	254	392
Caja y Equivalentes	1.081	667	810	788	800	967	1.420
Caja y Equivalentes Ajustada	1.081	667	810	788	800	967	1.420
Cuentas por Cobrar Clientes	165	199	225	242	281	310	311
Inventario	40	45	63	44	49	34	71
Deuda Financiera	2.236	1.710	1.659	1.603	1.681	1.797	2.350
Activos Totales	7.157	6.823	6.923	6.778	6.705	6.634	6.603
Pasivos Totales	3.492	3.033	2.972	2.921	2.970	3.048	3.761
Patrimonio + Interés Minoritario	3.665	3.790	3.951	3.857	3.736	3.585	2.841

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Margen Bruto (%)	36,0%	33,7%	36,8%	36,7%	36,6%	39,0%	30,9%
Margen Operacional (%)	29,6%	26,0%	30,3%	29,2%	30,0%	32,3%	21,3%
Margen Ebitda (%)	44,4%	41,9%	44,7%	44,7%	46,9%	50,6%	36,1%
Rentabilidad Patrimonial (%)	5,5%	5,4%	7,3%	6,0%	5,4%	2,5%	19,0%
Costo/Ventas	64,0%	66,3%	63,2%	63,3%	63,4%	61,0%	69,1%
Gav/Ventas	6,4%	7,7%	6,5%	7,4%	6,6%	6,7%	9,6%
Días de Cobro	45,2	49,9	52,3	56,9	68,1	82,9	77,7
Días de Pago	100,8	112,7	99,0	91,8	86,2	81,7	99,1
Días de Inventario	22,2	22,4	30,0	21,8	25,3	21,0	32,5
Endeudamiento Total	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	1,3
Endeudamiento Financiero	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,8
Endeudamiento Financiero Neto	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Deuda Financiera / Ebitda (vc)	3,8	2,8	2,4	2,3	2,4	2,6	4,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc)	2,0	1,7	1,2	1,2	1,3	1,2	1,8
Ebitda / Gastos Financieros (vc)	6,4	5,8	8,1	8,2	7,7	7,5	6,0
FCNOA / Deuda Financiera (%)	31,9%	29,7%	35,5%	31,1%	32,3%	28,7%	14,1%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	61,7%	48,7%	69,3%	61,1%	61,7%	62,1%	35,6%
Liquidez Corriente (vc)	1,9	2,6	3,2	3,3	3,4	4,1	2,6

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y Depreciaciones.

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

ACCIONES<sup>(1)</sup>

Presencia Ajustada	100%
Free Float	40,46%
Rotación	47,86%
Política de dividendos efectiva último año	100% de las utilidades líquidas del ejercicio
Participación Institucionales	>10% y <25%
Directores Independientes	2 de 9

(1) Enero de 2022

LINEAS DE BONOS	499	538	601	1006	1007
Fecha de inscripción	10-04-2007	13-06-2008	14-08-2008	26-02-2020	26-02-2020
Monto de la línea	UF 6,0 millones	UF 7,0 millones	UF 7,0 millones*	UF 7,0 millones	UF 7,0 millones
Plazo de la línea	30 años	30 años	30 años	10 años	30 años
Serías vigentes inscritas al amparo de la línea	-	-	-	-	-
Covenants	Total Pasivos / Patrimonio <1,2x : Ebitda / Gastos Financieros > 3,0x / Patrimonio mínimo > US\$ 1.348 millones		Ebitda / Gastos Financieros > 3,0x / Patrimonio mínimo > US\$ 1.348 millones		
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene	No tiene	No tiene	No tiene

\*Monto máximo compartido de UF 7,0 millones

## NOMENCLATURA DE CLASIFICACIÓN

## CLASIFICACIÓN DE SOLVENCIA Y TÍTULOS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

- Categoría AAA: 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.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.
- 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.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

## TÍTULOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

- 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.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de "grado inversión", al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de "no grado inversión" o "grado especulativo".

## ACCIONES

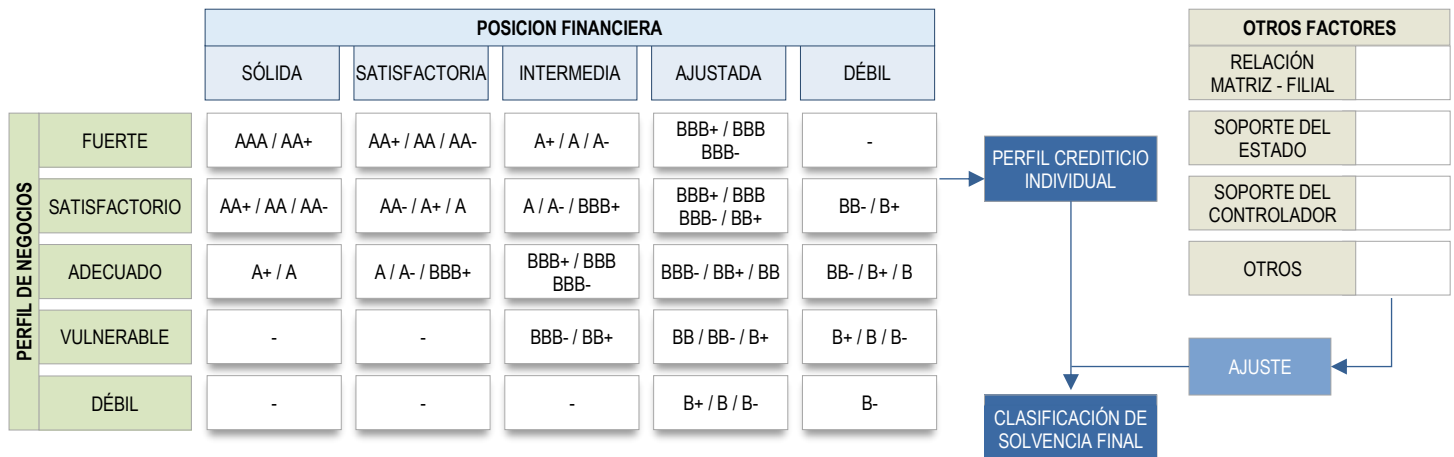
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (o Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

**DESCRIPTORES DE LIQUIDEZ**

- **Robusta:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- **Satisfactoria:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Suficiente:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Ajustada:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Insuficiente:** La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

**MATRIZ DE RIESGO CREDITICIO INDIVIDUAL Y CLASIFICACIÓN FINAL**

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



**EQUIPO DE ANÁLISIS:**

- Nicolás Martorell – Analista principal y Director Senior
- Camila Sobarzo – Analista secundario

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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.