

	Mar. 2023	Mar. 2024
Solvencia	AA	AA
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo

INDICADORES RELEVANTES			
	2021	2022	2023
Margen Operacional	21,3%	27,5%	25,4%
Margen Bruto	30,9%	34,7%	33,3%
Margen Ebitda	36,1%	38,7%	35,6%
Endeudamiento total	1,3	1,2	1,2
Endeudamiento financiero	0,8	0,7	0,7
Ebitda / Gastos Financieros	6,0	8,6	8,4
Deuda Financiera / Ebitda	4,5	2,8	3,0
Deuda Financiera Neta / Ebitda	1,8	1,3	1,5
FCNOA / Deuda Financiera	14%	21%	30,1%

(*) 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					

FUNDAMENTOS

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

El "Satisfactorio" perfil de negocios de Colbún se sustenta en su importante posición competitiva de mercado, su diversificación operativa y su política comercial de contratación. Asimismo, 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 3.442 MW de capacidad instalada. También posee operaciones termoeléctricas en Perú por 573 MW. La compañía en Chile mantiene un perfil térmico/hídrico de 54%/41% en cuanto a su capacidad, donde las ERNC han tomado mayor relevancia, alcanzando un 5%.

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 riesgos asociados a la construcción de sus proyectos, entre otros. Además, ante fallas y mantenimientos 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 alrededor de 4 TW de capacidad a instalar hacia el 2030.

En 2023, el Ebitda alcanzó los US\$ 714 millones, disminuyendo un 6,5% con respecto a 2022, con un margen en torno al 36%. Esto, debido principalmente a menores ventas en el mercado *spot* en el segundo semestre de 2023 a causa de una menor generación de energía, compensado parcialmente por un menor consumo de diésel y gas gracias a la mejora en las condiciones hídricas con respecto al año anterior. Asimismo, en Perú hubo un aumento en costos de materias primas y consumibles debido a las mayores compras de energía y potencia en el mercado *spot* producto de la mantención prolongada de Fenix ocurrida el 2T23.

Si bien los parámetros crediticios se vieron un poco más presionados durante 2021 producto del menor margen y la mayor deuda, en 2022 se observó una mejora dentro de la categoría de clasificación que se ha mantenido en 2023. De esta forma, a diciembre de 2023 el indicador deuda financiera / Ebitda y deuda financiera neta / Ebitda alcanzaron las 3,0 veces y 1,5 veces, respectivamente. Asimismo, la cobertura de gastos financieros se presenta consistente, llegando a 8,4 veces 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 de los años 2027, 2029, 2030 y 2032.

La empresa sigue mostrando una amplia flexibilidad financiera, gracias a su "Sólida" posición de liquidez, dada la presencia de caja por US\$ 1.031 millones y una estructura de vencimientos de largo plazo, altamente manejable, junto con un amplio acceso al mercado.

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

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 necesidad de concretar las inversiones ERNC en tiempo y forma dada la competitividad del mercado presenta un desafío, 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; y un ratio de Deuda financiera neta / Ebitda que podría alcanzar máximos de hasta 3,5 veces. 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

- Sólida capacidad de generación de caja con márgenes altos.
- Indicadores históricamente estables.
- Industria intensiva en requerimientos de capital para el financiamiento de proyectos.
- Sólida 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 50,01%.

EVOLUCIÓN DEL EBITDA POR MERCADO



Fuente: Elaboración propia en base a información otorgada por la compañía.

Nota: Desde septiembre de 2021 no considera negocio de Transmisión dada su enajenación.

PERFIL DE NEGOCIOS

SATISFACTORIO

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

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 26 centrales generadoras, que totalizan una potencia instalada bruta de 3.442 MW, equivalente al 10,2% de la capacidad del mercado y un 15,5% en términos de la generación anual del sistema para el año 2023.

En Perú se encuentra concentrada su generación a través de la Central de Ciclo Combinado Fenix (573 MW), adquirida el año 2015, contando con el 59% de la propiedad. A diciembre de 2023, dicho activo alcanzaba una participación de mercado del 5,8%, 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.

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 20 unidades de energía renovable (17 hidráulicas y 3 solares) 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 experiencia y buena calidad crediticia.

Dado que cerca del 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.

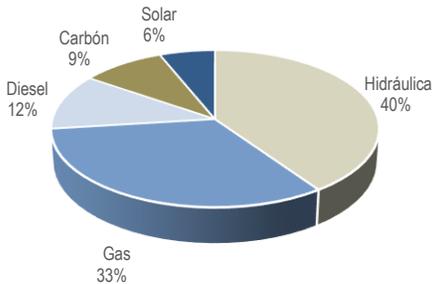
PARQUE GENERADOR COMPETITIVO GRACIAS A BASE DE GENERACIÓN MAYORITARIAMENTE HIDROELÉCTRICA, COMPLEMENTADO CON TERMOELÉCTRICAS EFICIENTES

Cerca del 50% del parque generador de Colbún en Chile corresponde a recursos renovables, incluyendo generación hidroeléctrica y energía 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

CAPACIDAD INSTALADA EN CHILE Y PERÚ⁽¹⁾

A diciembre de 2023



Fuente: Elaboración propia en base a información otorgada por la compañía.

(1) En base a su potencia MW

NEGOCIOS DE GENERACIÓN ELÉCTRICA CHILE

2021-2023

	2021	2022	2023
Ventas (Gwh)	10.936	13.335	12.974
% Distribuidoras	28%	18%	20%
% Clientes libres	62%	71%	72%
% Spot	10%	10%	8%
Generación propia (GWh)	11.007	13.570	12.976
% Hidro.	36%	38%	53%
% Termo	62%	56%	41%
% Otros	2%	6%	6%
Compras M ^o Spot (GWh)	286	36	192
Market Share por generación	13%	16%	16%

NEGOCIO DE GENERACIÓN ELÉCTRICA PERÚ

2021-2023

	2021	2022	2023
Ventas (Gwh)	3.529	4.279	3.994
% Contratos	58%	57%	84%
% Spot	42%	43%	16%
Generación propia (GWh)	3.439	4.334	3.404
% Gas	100%	100%	100%
Compras M ^o Spot (GWh)	178	44	676
Market Share por generación	6%	6%	6%

Fuente: Elaboración propia en base a información otorgada por la compañía.

periodo hidrológico seco, las unidades a gas natural y/o compras al mercado spot pueden cubrir este diferencial.

Además, aproximadamente un 14% del parque es *diésel* de alto costo, manteniendo cerca de un 32% 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, la compañía cuenta con 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 para operar dos unidades de ciclo combinado durante el primer semestre del año (con estos volúmenes Colbún cuenta con gas para operar dos unidades de ciclo combinado durante gran parte del primer semestre de cada año) Asimismo, la compañía puede acceder al mercado spot de gas natural durante el segundo semestre del año en condiciones hidrológicas menos favorables. También, cabe destacar que la empresa 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.

Dada la naturaleza energética de Colbún, eventuales efectos negativos de conflictos internacionales 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, dichos efectos se han mitigado 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 encuentra mayormente expuesta dado que los contratos de gas se rigen por condiciones locales, y los precios del gas que importan de Argentina no se han visto mayormente impactados por las condiciones internacionales, al igual que el combustible de Camisea. Además, la compañía cubre ciertas diferencias que surjan a través de su política de *hedging*.

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

Tanto la marcada estacionalidad hídrica a lo largo del año, 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 y con mayores ventas al spot.

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

Cerca de 13.000 GWh corresponden a ventas de energía contratada entre más de 340 clientes categorizados como clientes regulados (20%) y clientes libres (80%) a través de contratos de largo plazo con una duración promedio de 7 años en Chile y 6 años en Perú.

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

Cabe destacar que la compañía contrata derivados de cobertura para reducir su exposición remanente (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, entre otros), todas empresas de buena calidad crediticia.

De esta forma, en 2023 se adjudicó cerca de 1.448 GWh en contratos con 76 clientes no regulados, destacando la contratación Compañía Minera Doña Inés de Collahuasi (650 GWh/año por 12 años), y Aguas Pacífico (280 GWh/año por 10 años). También destaca contratos con Antofagasta Minerals (asociado al proyecto Centinela) por 912 GWh/año desde el 2025 al 2040 y Codelco por 1,1 TWh/año desde el 2026 al 2040 (este fue firmado el 2024). Asimismo, en Perú también se adjudicó PPAs con 20 clientes por 363 MW anuales.

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.

CONGELACION TARIFARIA SIN EFECTOS SOBRE PERFIL DE RIESGO GRACIAS A MONETIZACIÓN Y VENCIMIENTO FUTURO DE CONTRATOS REGULADOS

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 de 2021 la compañía alcanzó un acuerdo con Goldman Sachs, IDB Invest y Allianz para vender dichas facturas por hasta US\$ 140 millones, asegurando la liquidez.

El 2 de agosto de 2022 se publicó la Ley 21.472 (PEC 2), con la misma finalidad de estabilizar las tarifas en 2022 y permitir alzas graduales durante la próxima década. En este caso también se creó un fondo de estabilización tarifaria de US\$ 1.800 millones, donde la diferencia entre el precio a cliente final y la del PPA hacia el generador la calcularía el coordinador mediante un nuevo instrumento denominado Documento de Pago, emitido en forma mensual por la Tesorería General de la República a las empresas de generación de energía eléctrica, en dólares estadounidenses, reajutable, cedible, con fecha de vencimiento máxima al 31 diciembre de 2032 y con garantía estatal, permitiendo también la monetización con menor riesgo. En línea con lo anterior, en agosto de 2023 la compañía alcanzó un acuerdo con Interamericana Investment Corporation para vender dichas facturas por hasta US\$ 168 millones, asegurando la liquidez. Asimismo, se espera que la venta de documentos restantes tenga cierta estabilidad bimensual desde octubre de este año.

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

Solo el 8% 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 en 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 de proyectos eólicos, solares y de baterías en fases de estudio y desarrollo por 1.900 MW eólicos, 1.800 MW solares y 1.600 MW de baterías en diferentes fases para los próximos años, destacando la reciente entrada de centrales solares como Diego de Almagro I y II.

Destacan los proyectos Parque Eólico Horizonte de 816 MW en Tal Tal (construcción iniciada el 4T21, con inyección de energía hacia fines de 2023, inicio 2024, 76% grado de avance en dic.23), Proyecto Solar Fotovoltaico Jardín Solar (530 MW con RCA Aprobado), Proyecto Solar Fotovoltaico Inti Pacha (925 MW, 3 etapas, RCA aprobado, COD 2024), y Los Junquillos (360 MW) y Celda Solar (420 MW+240 MW) junto a otros proyectos 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 y Perú.

FACTORES ESG CONSIDERADOS DENTRO DE LA CLASIFICACION.

— AMBIENTALES

Los riesgos ligados a la descarbonización se encuentran acotados ante un parque generador que solo posee cerca de un 8% 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 y reduciendo las variaciones del margen, incluso en escenarios secos en Chile como el visto en 2021. Con todo, la mantención del escenario seco en los próximos años es un riesgo a considerar.

Destaca la colocación de bonos verdes y la obtención de créditos de similares características, junto con 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, enmarcado dentro de su estrategia de sustentabilidad de largo plazo.

— SOCIALES

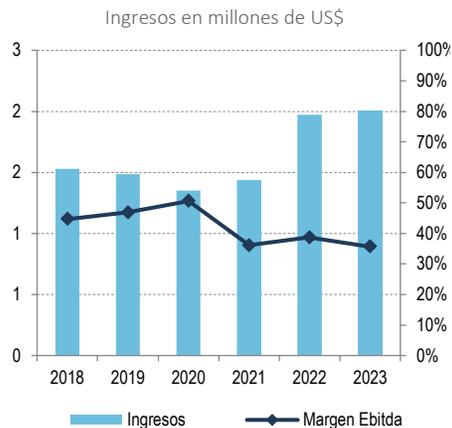
El impacto en las comunidades ante proyectos se encuentra gestionado por estrategias ligadas a compensar las externalidades negativas que puedan surgir de este, considerando la ubicación de sus activos. Asimismo, la compañía mantiene una gestión activa con sus sindicatos, sin contar con huelgas con efectos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

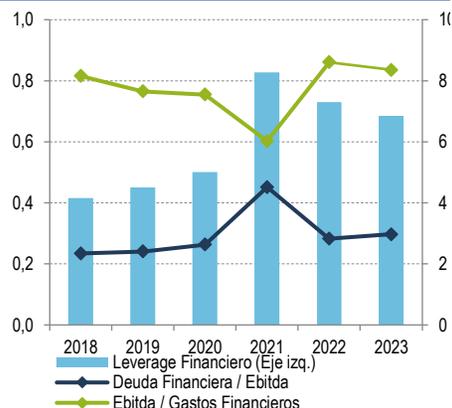
Respecto de la disponibilidad de información, posee un área de relación con los inversionistas y publica en su página web información significativa y abundante para sus accionistas como memoria anual, estados financieros trimestrales, presentaciones de resultados, hechos esenciales, plan de sustentabilidad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

EVOLUCIÓN DE INGRESOS Y MÁRGENES

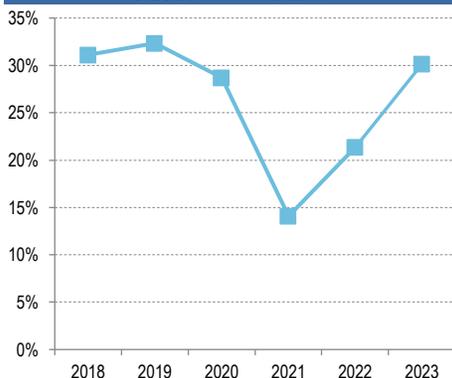


Nota: Desde septiembre de 2021 no considera negocio de Transmisión dada su enajenación.

EVOLUCIÓN ENDEUDAMIENTO E INDICADORES DE SOLVENCIA



EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA FCNOA SOBRE DEUDA FINANCIERA



Fuente: Elaboración propia en base a información otorgada por la compañía.

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 2023, Chile representó cerca del 84% de los ingresos y un 86% del Ebitda total de la compañía. Por lo tanto, Perú tiene un peso relativamente menor en los estados financieros de Colbún.

El año pasado los ingresos a nivel consolidado se mantuvieron relativamente estables con respecto a igual periodo del año anterior, aumentando solo un 1,5% debido al aumento en ventas a clientes regulados en Chile y clientes libres en Perú, lo que compenso la caída en ventas en el mercado spot en ambos países debido a la menor generación durante la segunda mitad del año dado mantenimientos mayores y contingencias. Con todo, las ventas físicas en Chile alcanzaron los 12.974 GWH, disminuyendo un 3%, en línea con una menor generación propia producto principalmente de contingencias en centrales termoeléctricas que no logró ser compensada por los mayores caudales disponibles.

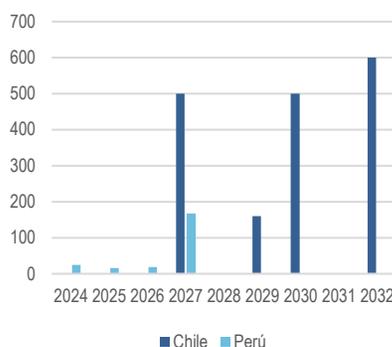
Los costos y gastos de la operación, administración y ventas siguieron la misma tendencia aumentando en un 4,6% con respecto a 2022. Este efecto se explica por los mayores costos en materias primas y consumibles en Perú debido a alza en el costo de compras de energía y potencia en el mercado spot, ente otros.

Con todo, el Ebitda, cayó un 6,5%, alcanzando los US\$ 714 millones, con un margen cercano al 35,6% a diciembre de 2023, el cual se situó por debajo del margen Ebitda mostrado los últimos 4 años anteriores en torno a un 40,3% promedio.

Destaca en el último año una mejora en la capacidad de generación de flujos de caja con respecto a su deuda financiera, manteniendo a diciembre de 2023 un valor de 30,1%, en línea con periodos pre-pandemia.

Feller Rate espera que la capacidad de generación de caja de la compañía y la deuda levantada en el año 2022 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.

PERFIL DE VENCIMIENTOS DE DEUDA FINANCIERA



*Cifras en millones de US\$

PRINCIPALES FUENTES DE LIQUIDEZ

- Caja y equivalentes, a diciembre de 2023, por US\$ 1.031 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

ENDEUDAMIENTO Y COBERTURAS:

Parámetros crediticios altamente estables en línea con su categoría

Al 31 de diciembre de 2023, la deuda financiera de la compañía ascendió a US\$ 2.123 millones, registrando una baja con respecto al año anterior, en línea con las amortizaciones de deuda calendarizadas.

De esta forma, la deuda se encuentra conformada principalmente por US\$ 1.600 millones de bonos Yankee (bono bullet emitido en 2017 por US\$500 millones y vencimiento en 2027; bono bullet emitido en 2020 por US\$500 millones y vencimiento en 2030; y bono bullet emitido en 2021 por US\$ 600 millones y vencimiento en 2032 todos con intereses pagaderos semestralmente), US\$ 226 millones, del bono Yankee en Perú asociado a Fenix (amortizing más balloon al 2027, intereses pagaderos semestralmente), crédito verde con SMBC por US\$ 160 millones con vencimiento en 2027, dos leasings financieros en Perú asociados a NIIF16: uno por US\$ 12 millones asociado a un contrato de transmisión con Consorcio Transmantaro, y otro por US\$ 94 millones asociado a un contrato de distribución de gas con Calidda.

Cabe destacar que las obligaciones en Perú ligadas a Fenix 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 (92% 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 vieron un poco más presionados durante 2021 por un menor margen y la mayor deuda, en 2022 se observó una mejora dentro de la categoría de clasificación, la cual se mantuvo en 2023. De esta forma, a diciembre de 2023, el indicador deuda financiera / Ebitda y deuda financiera neta / Ebitda alcanzaron las 3,0x y 1,5x. Asimismo, la cobertura de gastos financieros se presenta consistente, logrando las 8,4x 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 2027, 2029, 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 histórica 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: SÓLIDA

Considerando un flujo de fondos neto de la operación de 2023 cercano a los US\$ 640 millones y una importante caja de US\$ 1.031 millones, la compañía cuenta con alta capacidad para cubrir vencimientos de pasivos corrientes en 12 meses, por cerca de US\$ 87 millones. Asimismo, considera acotadas necesidades de capital de trabajo y un capex base para el año 2023 ligado al desarrollo de sus proyectos y capex de mantenimiento, junto con un reparto de dividendo del 50% de la utilidad.

Feller Rate, además, incorpora la estructuración de la deuda sin vencimientos relevantes hasta 2027, el respaldo histórico de los accionistas, y un buen acceso al mercado financiero local e internacional. Destaca una política de liquidez de mantener US\$ 100 a US\$ 150 millones en caja operativa.

Se considera las líneas de crédito no comprometidas por un valor de US\$ 150 millones (a diciembre de 2023) 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	17 Mar. 2023	19 Mar. 2024
Solvencia	AA						
Perspectivas	Estables						
Líneas de Bonos	AA						
Acciones Serie Única	1ª Clase Nivel 1						

RESUMEN FINANCIERO CONSOLIDADO

Cifras en millones de dólares bajo IFRS

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos Operacionales	1.529	1.487	1.349	1.440	1.974	2.004
Ebitda ⁽¹⁾	684	697	683	520	763	714
Resultado Operacional	447	447	436	307	544	508
Ingresos Financieros	20	22	11	5	29	68
Gastos Financieros	-84	-91	-90	-86	-89	-85
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	230	202	89	540	310	404
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	516	565	526	334	492	718
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNOA)	498	543	515	331	460	640
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados	442	484	444	258	409	631
Inversiones en Activos Fijos Netas	-108	-67	-113	933	-269	-403
Inversiones en Acciones	-4	0	-5			-6
Flujo de Caja Libre Operacional	330	417	326	1.191	139	222
Dividendos Pagados ⁽²⁾	-291	-346	-241	-1.245	-152	-305
Flujo de Caja Disponible	39	71	85	-54	-12	-83
Otros Movimientos de Inversiones	-34	101	-243	-317	71	173
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	5	172	-158	-371	59	90
Variación de Capital Patrimonial						
Variación de Deudas Financieras	0	-55	120	521	-217	-7
Otros Movimientos de Financiamiento	-19	-10	-36	-11	-36	-1
Financiamiento con Empresas Relacionadas	-35	0				-33
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	-50	108	-73	138	-194	50
Caja Inicial	269	219	327	254	392	198
Caja Final	219	327	254	392	198	248
Caja y Equivalentes	788	800	967	1.420	1.154	1.031
Caja y Equivalentes Ajustada	788	800	967	1.420	1.154	1.031
Cuentas por Cobrar Clientes	242	281	310	311	391	261
Inventario	44	49	34	71	95	101
Deuda Financiera	1.603	1.681	1.797	2.350	2.157	2.123
Activos Totales	6.778	6.705	6.634	6.603	6.606	6.661
Pasivos Totales	2.921	2.970	3.048	3.761	3.653	3.563
Patrimonio + Interés Minoritario	3.857	3.736	3.585	2.841	2.953	3.097

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

(2) Dividendos pagados corresponden a dividendos netos.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Margen Bruto (%)	36,7%	36,6%	39,0%	30,9%	34,7%	33,3%
Margen Operacional (%)	29,2%	30,0%	32,3%	21,3%	27,5%	25,4%
Margen Ebitda (%) ⁽¹⁾	44,7%	46,9%	50,6%	36,1%	38,7%	35,6%
Rentabilidad Patrimonial (%)	6,0%	5,4%	2,5%	19,0%	10,5%	13,0%
Costo/Ventas	63,3%	63,4%	61,0%	69,1%	65,3%	66,7%
Gav/Ventas	7,4%	6,6%	6,7%	9,6%	7,2%	8,0%
Días de Cobro	56,9	68,1	82,9	77,7	71,3	46,8
Días de Pago	91,8	86,2	81,7	99,1	99,2	68,8
Días de Inventario	21,8	25,3	21,0	32,5	32,0	32,3
Endeudamiento Total	0,8	0,8	0,9	1,3	1,2	1,2
Endeudamiento Financiero	0,4	0,4	0,5	0,8	0,7	0,7
Endeudamiento Financiero Neto	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
Deuda Financiera / Ebitda (vc) ⁽¹⁾	2,3	2,4	2,6	4,5	2,8	3,0
Deuda Financiera Neta / Ebitda (vc) ⁽¹⁾	1,2	1,3	1,2	1,8	1,3	1,5
Ebitda / Gastos Financieros (vc) ⁽¹⁾	8,2	7,7	7,5	6,0	8,6	8,4
FCNOA / Deuda Financiera (%)	31,1%	32,3%	28,7%	14,1%	21,3%	30,1%
FCNOA / Deuda Financiera Neta (%)	61,1%	61,7%	62,1%	35,6%	45,8%	58,6%
Liquidez Corriente (vc)	3,3	3,4	4,1	2,6	3,1	3,0

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

CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

ACCIONES⁽¹⁾

Presencia Ajustada	100%
Free Float	40,46%
Rotación	44,19%
Política de dividendos efectiva último año	50% de las utilidades líquidas del ejercicio
Participación Institucionales	>10% y <25%
Directores Independientes	2 de 9

(1) Dic de 2023

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
Series 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

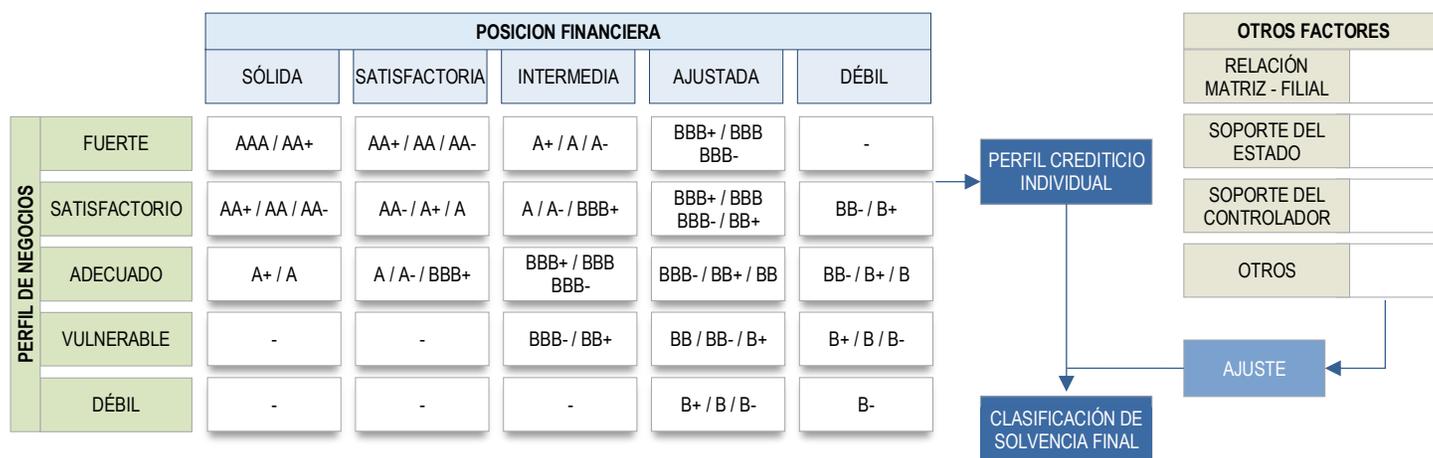
- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos 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

- **Sólida:** 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.
- **Intermedia:** 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.
- **Débil:** 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
- Andrea Faundez – Analista secundario
- Hector Romo – 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.