

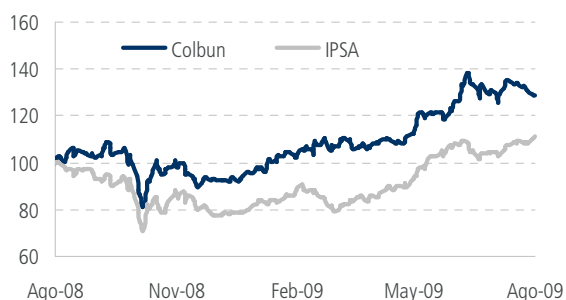
Buenas perspectivas, elevada valoración

Ticker Bloomberg	Colbún CI
Precio Actual (Local/US\$ por 1.000 acc.)	Ch\$133/US\$243
Retorno Potencial	5,3%
Retorno por Div. 2010E	1,5%
Retorno Total Esperado	6,8%
Market Cap (US\$ millones)	4.255
Ponderación IPSA	4,10%
Política de Dividendos	30%
Ratio ADR (Acciones Locales por ADR)	NA
Precio Mín - Max 12M (Ch\$/acción)	80-147
Retorno YTD	32,7%
Volumen Diario 12M (US\$ millones)	3,5
Total Acciones (millones)	17.536
Free Float	50,8%

Estimaciones	2008	2009E	2010E	2011E
Ventas (US\$MM)	1.352,4	1.177,3	808,6	887,4
EBITDA (US\$MM)	242,4	335,2	328,6	433,2
Margen EBITDA	17,9%	28,5%	40,6%	48,8%
Ut. Neta (US\$MM)	40,5	217,0	160,1	225,6
Margen Neto	3,0%	18,4%	19,8%	25,4%
UPA (Ch\$)	1,47	6,75	4,93	6,95
Div/acción (Ch\$)	0,16	0,51	2,01	1,48
Div. Yield	0,1%	0,6%	1,5%	1,1%

Múltiplos	2008	2009E	2010E	2011E
VE/EBITDA (x)	13,5	14,6	15,0	10,8
P/Utilidad (x)	68,0	19,6	26,9	19,1
Bolsa/Libro (x)	1,1	1,2	1,2	1,2
P/Ventas (x)	2,0	3,6	5,3	4,8
FCL Yield	7,6%	-3,7%	-0,4%	6,3%

Colbún vs. IPSA 12M



Fuente: Economatica, Departamento de Estudios Banchile. Precios ajustados por dividendos.

Sergio Zapata M.
 +56 (02) 873 6162 | sergio.zapata@banchile.cl
 Diego Celedón F.
 +56 (02) 873 6085 | diego.celedon@banchile.cl

Estamos actualizado nuestra valoración de Colbún, introduciendo un precio objetivo de Ch\$140 por acción a diciembre 2010 y modificando nuestra recomendación desde "Comprar" a "Reducir". En nuestra opinión, las positivas perspectivas operacionales de mediano plazo de la compañía ya se encuentran incorporadas en el precio actual de sus acciones, lo que se traduce en un limitado retorno esperado de 6,8% a fines de 2010.

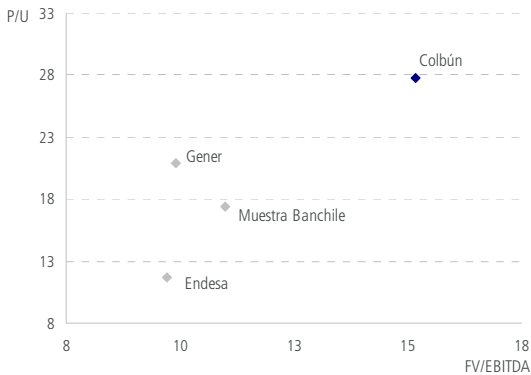
En lo que va del año, las acciones de Colbún registran un alza de 32,7%, lo que se compara con un retorno de 28,0% y 23,3% de Gener y Endesa, respectivamente. Adicionalmente, desde su precio mínimo alcanzado el año pasado, las acciones de la compañía muestran un retorno de 98,8% y en los últimos 18 meses supera en 81,1 pp el desempeño del IPSA. Lo anterior ha implicado un nivel de valoración elevado, que registra un premio importante respecto al resto de las compañías del sector y del mercado chileno. De acuerdo a nuestras estimaciones, Colbún muestra actualmente un múltiplo VE/EBITDA 2010E de 15,0 veces, registrando un premio de 54,0% y 59,0% respecto a Endesa y Gener, respectivamente.

Por otro lado, hemos mantenido inalterado el plan de expansión de la compañía, que incorpora un aumento de 19,1% en su capacidad instalada al año 2011. Lo anterior contempla la construcción de la central Santa María (350 MW a carbón) y la hidroeléctrica San Pedro (144 MW), que entrarían en operaciones a fines de 2010 y 2011, respectivamente. Para la segunda mitad de este año y 2010 esperamos una débil visibilidad de resultados, donde los menores precios de venta de energía serían parcialmente compensados por menores costos de generación. No obstante, a partir de 2011 esperamos que, en la medida que la nueva capacidad sustituya generación menos eficiente, se observe una importante expansión adicional en márgenes. Así, esperamos una leve caída en el EBITDA de 4,2% y 2,0% en la segunda mitad de 2009 y en 2010, respectivamente, mientras que para 2011 esperamos una expansión de 820 pb en el margen EBITDA, lo que implicaría un avance de 31,9% en su EBITDA.

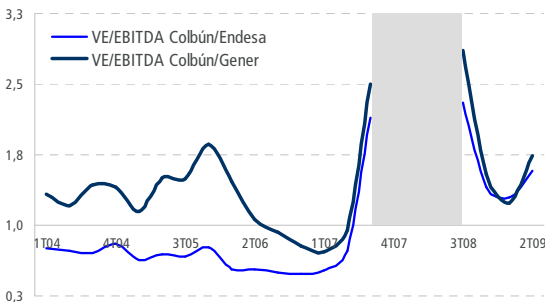
Para valorizar Colbún hemos utilizado una metodología de flujo de caja descontado, utilizando un WACC de 10,14%. Nuestro precio objetivo tiene implícito múltiplos VE/EBITDA y P/U 2010E de 15,7 y 21,7 veces, los que a pesar de mostrar un importante premio respecto a sus comparables, nos parecen razonables considerando el fuerte crecimiento de resultados esperados para 2011 y 2012.

Principales riesgos de inversión

- Colbún se encuentra estudiando proyectos por 3.416 MW, los que no han sido incluidos en nuestra valoración. La eventual realización de dichas iniciativas tendría un impacto positivo en nuestra valoración de la compañía.
- Considerando la elevada exposición del negocio de generación al dólar, un escenario con un tipo de cambio mayor al esperado aumentaría nuestro precio objetivo en pesos.
- Nuestro escenario baso considera un nivel de precios estable en el largo plazo, por lo que un incremento en los precio futuros de energía podría afectar nuestras estimaciones.

Gráfico 1: Múltiplos de Valoración (2010E)


Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Gráfico 2: Premio/Dcto. histórico de FV/EBITDA


Fuente: Departamento de Estudios Banchile. Nota: 4T07, 1T08 y 2T08 se han dejado fuera del gráfico por ser no representativos, debido a la cifra de EBITDA negativo reportada por la compañía en 2T07, 3T07 y 1T08.

Descripción de la Compañía

Colbún es la segunda mayor generadora de electricidad en el SIC y la tercera a nivel nacional. Su capacidad instalada alcanza a 2.615 MW (27% del SIC) y cuenta con centrales térmicas por 1.347 MW (51,5% de su parque generador).

Durante 2008 su producción de energía fue de 10.606 GWh (64,3% hidroeléctrica, 32,6% a diesel y 3,1% a gas natural). Sus ventas de energía alcanzaron a 11.603 GWh (41,2% a clientes regulados, 42,8% a clientes libres y 16,0% a distribuidoras sin contrato y al CDEC).

El plan de inversiones contempla las centrales Santa María, San Clemente y San Pedro, que en conjunto incorporarían 500 MW, con lo que la compañía tendría una capacidad de generación de 3.115 MW.

Adicionalmente, la compañía posee inversiones en líneas de transmisión por 824 km y participa a través de filiales en el transporte de gas natural y petróleo.

Finalmente, Colbún es controlada por el grupo Matte, registrando un *free float* de 50,8%.

Tesis de Inversión

En nuestra opinión, las buenas perspectivas operacionales de Colbún ya se encuentran incorporadas en el precio actual de sus acciones, por lo que estamos modificando nuestra recomendación desde "Comprar" a "Reducir". Asimismo, estamos introduciendo un precio objetivo de Ch\$140 por acción a fines de 2010 (antes Ch\$130 por acción a fines de 2009), que implica un retorno total esperado de 6,8% (incluyendo dividendos) hasta esa fecha.

En lo que va de este año, las acciones de Colbún han mostrado un desempeño superior al de sus principales comparables en Chile, avanzando en torno a un 33%. En nuestra opinión, este buen desempeño bursátil ha sido el reflejo de las buenas perspectivas operacionales de la compañía para los próximos años, así como de una importante mejora en su posición financiera. No obstante, creemos que también se ha traducido en un nivel de valoración elevado, que incorporaría las mejoras operacionales esperadas a raíz del plan de expansión de la compañía. Lo anterior queda en evidencia al observar sus principales múltiplos de valoración, mostrando un nivel de VE/EBITDA 2010E de 15,0 veces, que registra un premio de 54,0% y 59,0% respecto a los múltiplos de Endesa y Gener. Lo anterior se compara con un descuento de 10,3% y un premio de 44,9% que históricamente ha mostrado el múltiplo de Colbún respecto al de Endesa y Gener, respectivamente. Además, dicho premio aumenta en magnitud al observar el ratio P/U, alcanzando 178,1% y 52,4% respectivamente, debido al impacto de la utilidad por inversión en empresas relacionadas de dichas compañías (principalmente Endesa Brasil y Guacolda).

A nivel operacional, hemos mantenido inalterado el plan de expansión de la compañía, que incluye un aumento de capacidad de casi 20% en su capacidad instalada en los próximos tres años. Dicho plan incluye la incorporación del proyecto Santa María (350 MW) y la central hidroeléctrica San Pedro (144 MW), que entrarían en operaciones a fines de 2010 y 2011, respectivamente. En nuestra opinión, la nueva capacidad operaría en la base del sistema y desplazaría las centrales a diesel de mayor costo de Colbún, con lo cual se mantendría sin grandes variaciones el actual nivel de generación de la compañía, aunque se vería una importante mejora en márgenes. Así, esperamos que el margen EBITDA avance desde el 28,3% esperado para 2009 hasta 48,8% en 2011.

En términos de precios de energía, estamos incorporando las licitaciones de suministro a distribuidoras a partir de 2010, que esperamos representen cerca de un 71% de las ventas físicas de Colbún en los próximos años. De acuerdo a nuestras estimaciones, a la fecha de entrada en vigencia de los primeros contratos el precio de venta medio de la energía alcanzaría a US\$78,3 por MWh. Si bien el precio de licitación de la energía es menor al actual precio de nudo (US\$82,7 por MWh), esto sería el reflejo de menores costos de generación. Adicionalmente, el polinomio de indexación aplicado por Colbún estaría en directa relación con sus principales factores de costo, por lo que constituiría una efectiva cobertura de sus márgenes operacionales y contribuiría a una estabilización de sus resultados. Tomando en cuenta lo anterior, esperamos una débil visibilidad de resultados de hasta la entrada de la nueva capacidad a fines de 2010 y 2011, mostrando una leve caída en el EBITDA de 4,2% y 2,0% en la segunda mitad de 2009 y en 2010, respectivamente.

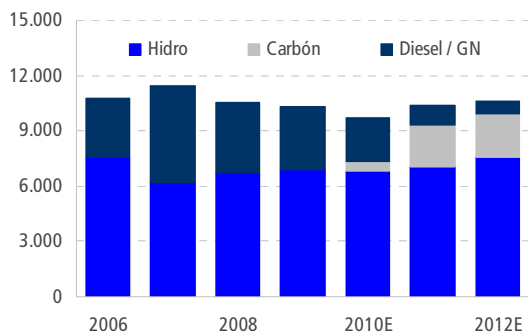
Situación Operacional y Supuestos

Cuadro 1. Instalaciones de Colbún

Empresa	Turbina	Capac. (MW)	Gx (GWh)	
			2008	2012E
Colbún	Hídrica	1.268	6.822	6.803
	Térmica	1.347	3.784	724
Subtotal		2.615	10.606	7.528
Proyectos *		500		3.098
Total		3.515	10.606	10.626

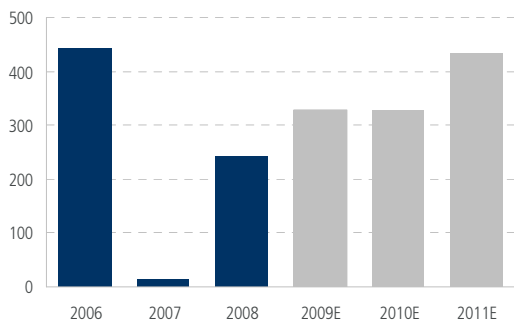
Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile. (*) Dato de generación y capacidad corresponde al año 2012E

Gráfico 3: Generación Colbún (GWh)



Fuente: Reportes de la compañía, Departamento Estudios Banchile.

Gráfico 4: EBITDA Colbún



Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Cuadro 2. Plan de Inversiones

Central	Turbina	Capac. MW	Capex US\$Mill	Inicio Servicio
San Clemente	Mini hidro	6	15	1T-2010
Santa María	Carbón	350	700	4T-2010
San Pedro	Pasada	144	250	4T-2011
Total		500	965	

Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile.

A continuación se exponen los principales supuestos utilizados en nuestra valoración de la compañía, así como el escenario operacional base considerado.

Cuadro 3. Principales Supuestos

		2008	2009E	2010E	2011E
Generación total	GWh/año	10.606	10.295	9.727	10.401
Ventas por contrato	GWh/año	9.745	9.818	9.999	12.659
Otras ventas	GWh/año	1.858	1.833	487	0
Compras mercado Spot	GWh/año	1.340	1.602	992	2.508
Precio nudo cierre	US\$/MWh	119	100	97	94
Precio cierre de licitación	US\$/MWh	NA	NA	93	97
TC cierre	Ch\$/US\$	636	560	540	540

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

La actual capacidad instalada de Colbún alcanza a 2.615 MW (equivalente a un 27,2% del SIC), que se compone en un 48,5% de centrales hidroeléctricas. Estas unidades se ubican en la zona centro y sur del país e incluyen 741 MW de centrales de embalses. Su parque térmico opera mayoritariamente en modalidad dual GN/diesel y considera 766 MW de centrales de ciclo combinado y 481 MW de ciclo abierto.

En nuestro escenario base hemos considerado una mantención de las condiciones de operación de sus centrales hídricas, las cuales han aportado un 59,3% promedio al mix de generación en los últimos dos años. En cuanto a sus centrales térmicas a diesel, hemos asumido que, tras la llegada del gas natural licuado (GNL) esperada para septiembre de este año, tendrían un menor factor de uso y paulatinamente dejarían de operar en la base del sistema. Así, hemos asumido que a partir de 2012 estas unidades quedarían como respaldo en el SIC.

Por su parte, la puesta en servicio del proyecto Santa María I permitiría incorporar cerca de 2.300 GWh anuales a contar de 2011. Esta central operaría en la base del sistema y desplazaría las propias plantas a diesel de mayor costo, con lo cual se mantendría sin grandes variaciones el actual nivel de generación de la compañía, aunque se vería una importante mejora en márgenes. De esta manera, considerando los nuevos proyectos incorporados en nuestro modelo, para el año 2012 el mix de generación sería 71,5% hidroeléctrico, 6,8% diesel y 21,7% carbón. En términos de costos operacionales, estas cifras se comparan favorablemente con el mix 64,2% hídrico, 33,1% diesel y 2,7% gas natural de 2008.

Cuadro 4. Contratos Adjudicados a Colbún

Proceso de Licitación de Suministro (GWh)

Proceso 2006-2007	
CCGE Distribución	700
Chilectra	2.500
Saesa	2.082
Subtotal (GWh/año)	5.282
Proceso 2008-2009	
CGE Distribución *	1.500
Subtotal (GWh/año)	1.500
Total (GWh/año)	6.782

Fuente: Reportes de la compañía, CNE, Departamento de Estudios Banchile.
 * Bloque a suministrar en 2013, inicialmente es de 1.200 GWh anual en 2010.

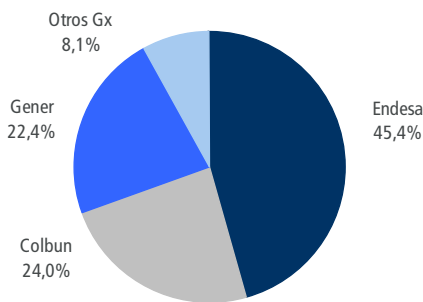
Cuadro 5. Precios de Licitación de Colbún

Precios de Energía (US\$ por MWh)

Licitación	Base	Jun-09	2010E
Proceso 2006-2007			
CGE Distribución	55,5	61,3	72,6
Chilectra	58,2	59,9	60,3
Saesa	53,3	58,8	69,7
Subtotal	55,9	59,6	65,6
Proceso 2008-2009			
CGE Distribución	124,3	122,8	122,8
Subtotal	124,3	122,8	122,8
Total	71,0	73,6	78,3

Fuente: CNE, Departamento de Estudios Banchile.

Gráfico 5: Participación en Licitaciones (%)



Fuente: CNE, Departamento Estudios Banchile.

Licitación de energía a distribuidoras

Las licitaciones públicas de suministro son la modalidad con que actualmente las empresas distribuidoras deben contratar sus compras de energía eléctrica destinadas a sus clientes regulados. Este mecanismo ha reemplazado a la tradicional firma de acuerdos directos con los generadores. Adicionalmente, los precios establecidos en las licitaciones y su método de reajuste van a reemplazar al precio de nudo que la Comisión Nacional de Energía (CNE) calcula cada seis meses, el que a futuro se aplicará sólo a los actuales contratos que expiren después de 2010.

Desde el inicio de las licitaciones en Nov-2006, Colbún ha logrado mantener su participación de mercado (ver gráfico 4) y se ha adjudicado contratos por un total de 6.782 GWh anuales con las distribuidoras Chilectra, CGE Distribución y Saesa, lo que representa un 24,0% del total de energía licitada hasta la fecha. Las ventas de energía con esta modalidad representarían un 39% de los contratos de la compañía en 2010, lo que aumentaría progresivamente hasta un nivel de régimen de 71% en 2013.

En cuanto a los precios ofertados por la compañía y su fórmula de indexación, se ha observado un amplio rango, reflejando la evolución de las perspectivas operacionales del sector eléctrico chileno en los últimos 3 años. En el caso del precio de la energía, éste ha variado desde niveles de US\$53 por MWh en 2006 (para el bloque de Saesa) hasta los US\$124 por MWh en el proceso de Feb-2009 (para el bloque de CGE Distribución).

De manera similar, los factores de indexación propuestos por la compañía en el proceso de 2006 están asociados en un 30% al IPC de EE.UU. y el restante 70% está relacionado al carbón y al diesel, que son los combustibles que en el mediano y largo plazo emplearían sus principales instalaciones térmicas. En los procesos de 2007 y 2009, el polinomio de indexación está asociado en un 100% al IPC de EE.UU., cuya inflación estimamos mostraría una expansión de 2,5% anual en el largo plazo.

De acuerdo a nuestras estimaciones (ver cuadro N°4), al aplicar a Jun-2009 los factores de indexación a los precios de licitación adjudicados por Colbún, el precio promedio ponderado de energía alcanzaría a US\$73,6 por MWh. De igual modo, a la fecha de entrada en vigencia de los primeros contratos, el precio de venta medio de la energía alcanzaría a US\$78,3 por MWh.

Si bien el precio de licitación de la energía es menor al actual precio de nudo (US\$82,7 por MWh), esto sería el reflejo de un mejor escenario operacional, que se basa en la entrada de nueva capacidad a carbón entre 2009 y 2011, unidades que presentarían un menor costo medio y marginal que las plantas con diesel y GNL y que además no tendría restricciones de abastecimiento.

Adicionalmente, el polinomio de indexación aplicado por Colbún estaría en directa relación con sus principales factores de costo en el futuro, por lo que constituiría una efectiva cobertura de sus márgenes operacionales y contribuiría a una estabilización de sus resultados. De ese modo, creemos que la entrada en vigencia de estos contratos aportará un elevado nivel de estabilidad a sus resultados.

Valoración

Tasa de Descuento (US\$)

Tasa Libre de Riesgo	5,0%
Riesgo país Chile	1,5%
Beta	1,000
Premio por Riesgo	5,5%
Costo Patrimonio	12,0%
Costo Deuda	7,0%
Tasa de Impuestos	17%
Costo Deuda después de Impuestos	5,8%
Capitalización de Largo Plazo	70%
WACC	10,1%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Utilizando un método de flujo de caja descontado hemos obtenido un precio objetivo de Ch\$140 por acción a diciembre de 2010 (antes Ch\$130 por acción a fines de 2009). Asimismo, considerando las positivas perspectivas operacionales de la compañía, así como su reciente restructuración financiera, hemos cambiado el nivel de riesgo de las acciones de Colbún desde "Alto" a "Medio". Desde el nivel de precio actual, el retorno esperado de la acción alcanza 6,8%, incluido dividendos, consistente con una recomendación de "Reducir".

Para el descuento de los flujos en dólares, utilizamos un WACC de 10,14%, que considera una tasa libre de riesgo de 5,0%, un riesgo país de 1,5%, un beta de 1,0 veces, un premio por riesgo de 5,5%, una capitalización de largo plazo de 70% y una perpetuidad de 3,0%.

Cuadro 6: Flujo de Caja Descontado

(US\$ millones)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Resultado Operacional	273,7	413,0	432,4	440,9	449,1	464,6	473,3	484,4	490,4	490,7
Impuestos	-46,5	-70,2	-73,5	-75,0	-76,4	-79,0	-80,5	-82,3	-83,4	-83,4
Depreciación	159,6	166,4	165,2	165,2	165,2	165,2	165,2	165,2	165,2	165,2
Capex(*)	-120,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-165,2
Variación en Capital de Trabajo	-6,6	-3,7	-1,0	0,3	-0,8	-1,1	-1,1	-1,1	0,7	0,7
Flujo de Caja Libre	260,2	505,4	523,1	531,5	537,2	549,8	557,0	566,1	572,9	408,0
FCL Descontado 2010	236,2	416,6	391,5	361,1	331,4	307,9	283,2	261,4	240,1	155,3
Valor Residual										2.174
VAN FCL 2010										5.158
-Deuda Financiera Neta + IM										614
+Valor Empresas Relacionadas										0
Valor Patrimonio Objetivo										4.545
Número de Acciones (MM)										17.536
TC (cierre diciembre 2010)										540
Precio Objetivo (Ch\$/acción)										140
Precio Actual (Ch\$/acción)										133
Retorno Potencial										5,3%
Retorno por Div. Esperado										1,5%
Retorno Total Esperado										6,8%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile. (*) Incorpora sólo CAPEX de expansión, ya que las inversiones de mantención se encuentran dentro de los costos de explotación.

Actualmente Colbún muestra un múltiplo VE/MW 2010E (ajustado por propiedad) de US\$1,74 millones, que representa un descuento de 26% respecto a Endesa y un premio de 25% sobre Gener. En nuestra opinión, el premio registrado por Endesa es razonable, considerando su mayor exposición a centrales hidro y la menor proporción de capacidad que quedaría como respaldo en los próximos años. Adicionalmente, creemos que el fuerte premio respecto al múltiplo de Gener no estaría justificado, sustentando nuestra visión respecto a que el precio actual de Colbún ya incorporaría sus atractivas perspectivas operacionales.

Cuadro 7: Múltiplos Comparativos

	VE/EBITDA			VE / MW(*)		
	Colbún	Endesa	Gener	Colbún	Endesa	Gener
2008	13,5	9,6	8,8	1,26	1,86	0,93
2009E	14,6	10,0	9,8	1,87	2,51	1,42
2010E	15,0	9,7	9,4	1,66	2,25	1,33

Fuente: Departamento de Estudios Banchile. (*) Ajustado por propiedad.

Cuadro 8. Proyectos en estudio Colbún

Central	Turbina	Potencia (MW)	Inversión (US\$MM)
Aysén	Embalse	2.750	3.200
Angostura	Embalse	316	610
Santa María II	Carbón	350	700
Total		3.416	4.510

Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Cuadro 9. Escenario Macroeconómico Base

Var a/a (%)	2008	2009E	2010E	2011E
PIB	3,2	-1,0	3,8	4,5
Demanda interna	7,4	-5,1	4,8	4,5
Consumo	4,2	-0,6	3,8	4,5
IPC	7,1	-0,6	2,0	3,0
TPM cierre (%)	8,25	0,50	2,50	5,75
Tipo de cambio	636	545	540	540
Tasa desempleo (%)	8,0	10,5	9,5	8,5
Salarios reales	1,7	4,0	3,0	2,0
PIB per capita (US\$)	10.396	9.306	10.182	11.094

Porcentaje de variación anual al cierre de cada año, excepto TPM, tasa de desempleo y PIB per cápita. Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Gráfico 6: Margen EBITDA Colbún



Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Principales Riesgos de Inversión

La presente valorización de la compañía considera un plan de inversiones por 500 MW en nueva capacidad de generación. Sin embargo, Colbún tiene otras iniciativas por 3.416 MW en etapa de estudio, que no están incluidas en nuestro precio objetivo. Así, la realización de estas iniciativas tendría un impacto positivo en nuestra valoración de la empresa. Además de los proyectos que la compañía está llevando a cabo, existen otras iniciativas actualmente en estudio o en etapa de EIA (pero sin la aprobación de la autoridad), por lo que no han sido considerados en nuestra valoración. Estas inversiones son: (i) El proyecto Aysén, un conjunto de cinco centrales ubicadas en la Región de Aysén, en los ríos Pascua y Baker, que considera una generación anual de 18.430 GWh, a ser desarrolladas en asociación con Endesa, teniendo Colbún el 49% de la propiedad; (ii) Angostura, que se ubicaría al sur oriente de la ciudad de Los Angeles en la Región del Bío Bío. Para su operación aprovecharía el caudal de los ríos Bío Bío y Huequecura y se estima que tendría una generación anual de 1.542 GWh y operaría desde 4Q-2014; y (iii) Santa María II, sería la segunda etapa del complejo térmico a carbón que la compañía desarrolla actualmente en Coronel, Región del Bío Bío y según nuestras estimaciones, aportaría una generación media anual de 2.300 GWh.

Considerando la elevada exposición del negocio de generación al dólar, un escenario con un tipo de cambio mayor al esperado aumentaría nuestro precio objetivo en pesos. Parte importante del negocio de generación de electricidad -tales como sus inversiones, los principales costos de combustibles y sus principales precios de venta- se encuentran vinculados al dólar, razón por la cual nuestra valoración de la compañía (así como también su reporte de resultados desde el 1T09) se realizan en dicha moneda. Así, la obtención de nuestro precio objetivo en pesos se realiza empleando un nivel de tipo de cambio de Ch\$540 a diciembre de 2010. En el caso de enfrentar un escenario de fortalecimiento del dólar, este implicaría un alza en el precio objetivo en pesos, aumentando así el retorno esperado para la acción.

Precios mayores a los estimados en futuras licitaciones de energía podrían afectar positivamente nuestra valoración de Colbún. Nuestro escenario base operacional considera un nivel de precios estables en el futuro, así como un nivel de costos marginales acotados. En la eventualidad de adjudicarse futuros procesos de licitaciones de energía a mayores precios, o de enfrentar un escenario de menores precios de combustibles y de precios en el spot, nuestra valoración de la compañía podría verse positivamente afectada.

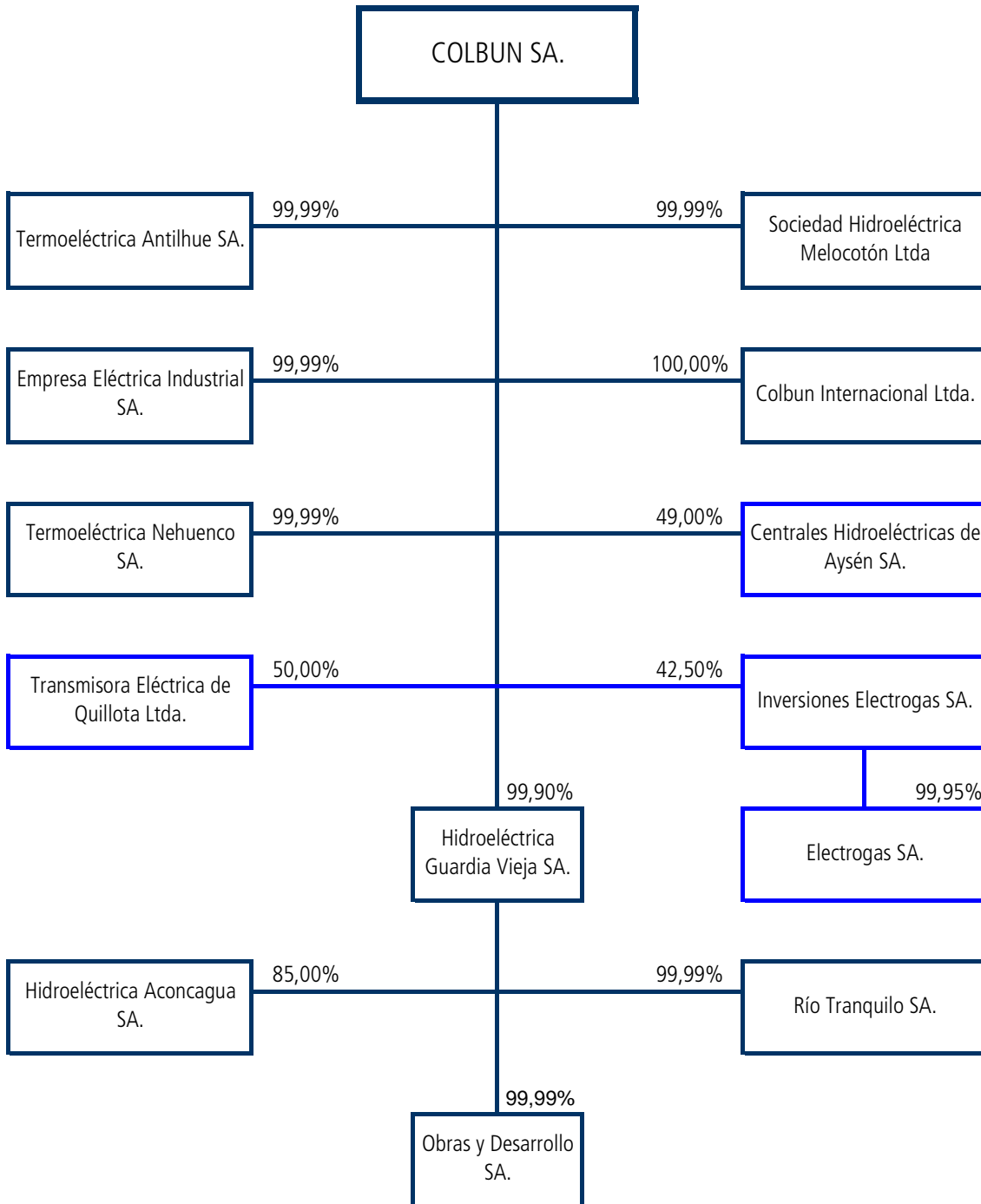
Un mayor nivel de actividad al esperado tras la crisis financiera tendría un efecto positivo en la demanda por energía, afectando positivamente los resultados de Colbún. Un plazo de recuperación menor al estimado o un mayor nivel de ventas de largo plazo podrían impulsar los ingresos de Colbún, afectando de manera positiva nuestra valoración.

Resumen Financiero bajo IFRS (US\$ Millones)

Estado de Resultados	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
Ingresos de Explotación	1.352,4	100,0%	1.177,3	100,0%	808,6	100,0%	887,4	100,0%
Costos de Explotación	-1.218,5	-90,1%	-945,8	-80,3%	-591,5	-73,1%	-593,6	-66,9%
Margen de Explotación	133,8	9,9%	231,5	19,7%	217,1	26,9%	293,8	33,1%
Gastos Administración y Ventas	-23,5	-1,7%	-21,2	-1,8%	-19,5	-2,4%	-20,1	-2,3%
RESULTADO OPERACIONAL	110,3	8,2%	210,2	17,9%	197,6	24,4%	273,7	30,8%
Depreciación	-132,1	-9,8%	-125,0	-10,6%	-131,0	-16,2%	-159,6	-18,0%
EBITDA	242,4	17,9%	335,2	28,5%	328,6	40,6%	433,2	48,8%
Ingresos Financieros	26,1	1,9%	30,4	2,6%	40,8	5,0%	40,4	4,6%
Ut. (Pérd.) Inver. Emp. Relacionadas	2,3	0,2%	2,4	0,2%	4,4	0,5%	4,4	0,5%
Otros Ing/Eg fuera de Expl.	106,9	7,9%	8,6	0,7%	25,8	3,2%	25,8	2,9%
Amort. Menor Valor de Inversiones	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Gastos Financieros	-58,4	-4,3%	-59,6	-5,1%	-58,9	-7,3%	-52,2	-5,9%
Correc. Monetaria y Dif. Cambio	-120,1	-8,9%	24,1	2,0%	-13,8	-1,7%	-17,2	-1,9%
Resultado antes del Impuesto	67,2	5,0%	214,2	18,2%	195,9	24,2%	274,8	31,0%
Impuesto a la Renta	-21,7	-1,6%	6,2	0,5%	-33,3	-4,1%	-46,7	-5,3%
Utilidad (Pérdida) Consolidada	45,4	3,4%	220,4	18,7%	162,6	20,1%	228,1	25,7%
Items Extraordinarios	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Interés Minoritario	-5,0	-0,4%	-3,3	-0,3%	-2,5	-0,3%	-2,5	-0,3%
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	40,5	3,0%	217,0	18,4%	160,1	19,8%	225,6	25,4%
Balance General	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
TOTAL ACTIVOS	4.027,9	100,0%	5.539,8	100,0%	5.915,0	100,0%	5.876,7	100,0%
Caja y Equivalente	592,7	14,7%	520,9	9,4%	520,9	8,8%	520,9	8,9%
Cuentas por Cobrar	243,1	6,0%	298,6	5,4%	281,8	4,8%	293,3	5,0%
Existencias (Neto)	4,4	0,1%	5,1	0,1%	5,0	0,1%	5,3	0,1%
Otros Activos Circulantes	201,9	5,0%	274,1	4,9%	274,1	4,6%	274,1	4,7%
Total Activos Circulantes	1.042,0	25,9%	1.098,7	19,8%	1.081,8	18,3%	1.093,7	18,6%
Total Activos Fijos	2.709,5	67,3%	4.167,1	75,2%	4.559,1	77,1%	4.508,9	76,7%
Total Otros Activos	276,4	6,9%	274,1	4,9%	274,1	4,6%	274,1	4,7%
Total Activos de Largo Plazo	2.985,9	74,1%	4.441,2	80,2%	4.833,2	81,7%	4.783,0	81,4%
TOTAL PASIVOS	1.482,4	36,8%	2.101,2	37,9%	2.381,3	40,3%	2.165,4	36,8%
Total Pasivos Circulantes	216,5	5,4%	449,1	8,1%	733,6	12,4%	554,2	9,4%
Deuda Financiera	21,3	0,5%	176,5	3,2%	463,3	7,8%	278,1	4,7%
Cuentas por Pagar	101,4	2,5%	87,2	1,6%	85,0	1,4%	90,7	1,5%
Otros Pasivos Circulantes	93,8	2,3%	185,4	3,3%	185,4	3,1%	185,4	3,2%
Deuda Financiera LP	1.089,7	27,1%	1.074,9	19,4%	1.070,5	18,1%	1.034,1	17,6%
Cuentas por Pagar LP	176,2	4,4%	577,1	10,4%	577,1	9,8%	577,1	9,8%
TOTAL PATRIMONIO	2.535,4	62,9%	3.420,2	61,7%	3.515,1	59,4%	3.692,7	62,8%
INTERÉS MINORITARIO	10,2	0,3%	18,5	0,3%	18,5	0,3%	18,5	0,3%
Flujo de Caja	2008		2009E		2010E		2011E	
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	40,5		217,0		160,1		225,6	
Depreciación	132,1		125,0		131,0		159,6	
Cambio en Capital del Trabajo	37,9		-70,4		14,6		-6,1	
Otros Items no Caja	-174,1		-24,1		13,8		17,2	
Flujo por Act. de la Operación	36,3		247,6		319,5		396,3	
Capex	-223,9		-431,3		-522,9		-120,0	
FLUJO DE CAJA	-187,6		-183,7		-203,5		276,3	

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

ANEXO: Organigrama Colbún



Fuente: Memoria 2008 de la compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Información Importante

a) El Departamento de Estudios es independiente de la División de Banca de Inversión del Banco de Chile y de Banchile Inversiones Asesorías Financieras, así como de cualquier unidad de negocios de Banchile Inversiones y del Banco de Chile. Lo anterior significa que el Departamento de Estudios no tiene vínculos de subordinación ni dependencia con las áreas antes indicadas, por lo que sus opiniones no están influenciadas por otras áreas del Banco de Chile y Banchile Inversiones.

b) A la fecha de publicación de este informe, 13 de agosto de 2009, previo a la apertura de los mercados, la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa no posee posición en acciones de Colbún. Dicha posición puede tener, total o parcialmente, el carácter de trading y/o de inversión de mediano o largo plazo. Asimismo, la Corredora no puede comprar o vender títulos de esta empresa para la cartera propia de Banchile hasta 24 horas luego de emitido este estudio, con excepción que Banchile actúe como Market Maker a petición expresa de clientes de esta corredora.

c) Banchile Corredores de Bolsa puede realizar transacciones de compra y venta y mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos financieros mencionados en este informe, las que pueden ser contrarias a la (s) recomendación (ones) aquí contenidas.

Por otra parte, en los últimos 12 meses, la División Banca de Inversión del Banco de Chile no ha suscrito un contrato de asesoría con Colbún.

d) Los analistas responsables de la preparación y redacción de este documento certifican que los contenidos de este estudio reflejan fielmente su visión personal acerca de las(s) empresa(s) mencionada(s). Los analistas además certifican que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en algún estudio ni al resultado de la gestión de la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa ni a las actividades desarrolladas por la División Banca de Inversión del Banco de Chile. Asimismo, estas dos áreas de la empresa (Cartera Propia y División de Banca de Inversión del Banco) no evalúan el desempeño del Departamento de Estudios.

e) El Analista del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías que estén bajo su cobertura de análisis. En tanto, el Gerente de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías chilenas que coticen sus títulos en bolsa.

f) El instructivo de carácter interno denominado "Normas para Transacciones de Valores y de Moneda Extranjera de los Empleados de Banchile" tiene como objeto regular todas aquellas transacciones de valores y de moneda extranjera que realice un "empleado de Banchile" de tal forma de evitar conflictos de intereses. En particular, respecto de las transacciones de acciones, y entre otras disposiciones, un "empleado de Banchile" no puede vender los "valores" en un plazo inferior a 180 días contados desde la respectiva fecha que los adquirió, en tanto toda orden para compra/venta de acciones u opciones en el mercado nacional debe ser enviada al agente atención de "empleados de Banchile" con siete días de anticipación a la fecha que el empleado desee que se realice la transacción. Todo "empleado de Banchile" sólo puede adquirir acciones de compañías que componen el índice IPSA, limitación que rige también para los Analistas del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

g) Este informe ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. Entendiendo que la visión entregada en este informe no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión y que cada inversionista debe hacer su propia evaluación en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones, Banchile Corredores de Bolsa ni ninguno de sus empleados es responsable del resultado de cualquier operación financiera.

h) Este informe no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

i) Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos.

j) Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. La frecuencia de los informes, si la hubiere, queda a discreción del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

k) Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Banchile Corredores de Bolsa.