

AES Gener

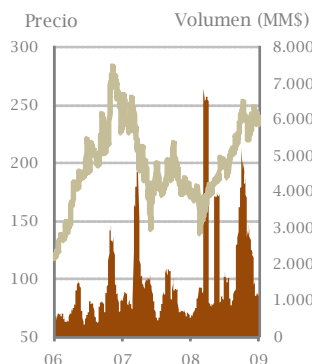
26 de Agosto de 2009

William Baeza L.
wbaeza@euroamerica.cl

Recomendación:	Mantener
Precio Objetivo	\$280
Ultimo Precio:	\$234
Riesgo Inversión:	Alto
Sector:	Eléctrico
Ticker Bloomberg:	GENER CI

AES Gener es una de las compañías de generación más importantes del sector eléctrico local, con centrales en Argentina, Chile y Colombia. En el SIC y SING posee 1.920 MW y 277 MW, respectivamente. En Argentina posee la central Salta, de 643 MW, la cual se encuentra conectada al SING. Mientras que en Colombia opera Chivor, de 1.000 MW.

Depempeño Acción



Últimos 12 meses

Rentabilidad	34,2%
Máximo	\$ 255
Mínimo	\$ 128
UPA	\$ 11,91
P/U	19,8 x
EV/Ebitda	8,8 x
P/VL	1,3 x
Dividend Yield	2,5%

El carbón, si no quema, tizna

Hemos reiniciado la cobertura de AES Gener, con una recomendación de Mantener y fijando un precio objetivo a fines de 2010 de \$280 por acción, que representa un *upside* de 19,7%, en línea con el retorno exigido a las operaciones de Chile y Colombia.

La compañía cuenta con una cantidad de elementos favorables: ha entregado positivos resultados en los últimos trimestres, cuenta con una importante cartera de proyectos, opera diversificada geográficamente, se ha adjudicado contratos de largo plazo para clientes regulados vía licitaciones y sus costos se han reducido significativamente en relación a 2008. Sin embargo, existen otros elementos que contrarrestan los aspectos positivos de Gener.

En efecto, la normalización de los costos marginales en los sistemas eléctricos chilenos inducirá una moderación en los ingresos. A ello se agrega un menor margen para obtener financiamiento, dado que incluso algunos proyectos en fase de construcción –Campiche– aún no disponen de todos los recursos necesarios para su desarrollo. Lo anterior podría requerir la venta de activos para financiar el crecimiento en Chile, donde la central Salta aparece como candidata natural. Además, en la última ronda de licitaciones de contratos para clientes regulados se utilizó la inflación de EE.UU. como el indexador para el precio de venta de energía, con lo cual se disociaron los ingresos de los costos de generación; que dependen en gran medida del precio del carbón. Se añade a lo anterior el hecho que Gener ofertó el menor precio en la última ronda de licitaciones, pese a ser un generador eminentemente térmico, característica que aún permitiendo mejor seguridad de suministro implica un mayor costo medio de producción en comparación a otras compañías que cuentan con más centrales hidroeléctricas en su parque generador. Este comportamiento estratégico podría señalar lo importante que era para Gener adjudicarse una fracción de los bloques de suministro de energía licitados. Por otro lado, la compañía no desarrollaría proyectos de generación no convencionales, pese a los incentivos legales existentes. Ello podría exponer a Gener a campañas comunicacionales adversas por parte de grupos de interés. Finalmente, en la medida que se incorporen centrales a carbón y centrales hidráulicas no-estacionales (de alto factor de ocupación) al Sistema Interconectado Central, las condiciones hidrológicas serán menos relevantes en los precios de mercado. Recordemos que Gener usualmente se benefició de eventos climáticos extremos, de manera que hacia delante la hidrología sería menos importante en los resultados de la compañía. Así, el escenario competitivo que enfrentará Gener en el futuro será menos favorable que las condiciones actuales. Todo lo anterior justifica asignar un **riesgo de inversión alto** a nuestra valoración. Hemos valorado las operaciones de Gener usando una metodología de suma de partes, para reflejar el riesgo de cada país en que opera la compañía.

Indicadores Financieros

Promedio últimos 3 años

Crecimiento

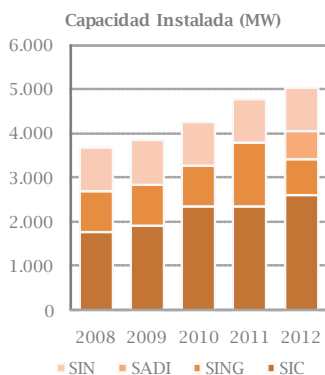
Ingresos	29,2%
EBITDA	9,1%
Utilidad	23,1%
UPA	23,1%

Proyecciones

Precio objetivo	\$ 280
P/U Lago Plazo	7,4 x
EV/EBITDA LP	8,7 x

Datos al 25/Agosto/2009

Valor	Gener	Sector
P/U	19,8 x	20,6 x
EV/EBITDA	8,8 x	15,0 x
P/VL	1,3 x	2,1 x
P/Ventas	1,7 x	2,2 x



Rentabilidad

Márgenes volátiles y bajo presión. Entre 2001 y principios de 2007, Gener mostró muy buenos resultados en términos operacionales, donde el margen EBITDA promedió 38,1% en dicho periodo. En esta etapa se distinguen dos periodos relevantes. El primero abarca desde 2001 hasta 2004, caracterizado por reducidos costos de generación gracias a la disponibilidad de gas natural argentino para generación eléctrica. La disrupción en el suministro de este combustible llevó a una importante contracción en los márgenes (por debajo de 30%), lo cual se extendió por tres trimestres. A continuación, la segunda fase de buenos resultados operativos ocurrió en paralelo con el inicio del ciclo de alzas de precio del petróleo. Acá se pudo observar que los incrementos en los ingresos ocurrieron a un ritmo mucho mayor que el de los costos de operación, lo cual posibilitó que el margen EBITDA regresará a niveles en torno a 35%. Estos buenos y estables resultados operativos alcanzaron un punto de inflexión en la segunda parte de 2007, cuando la mayor estrechez para generar con fuentes hidráulicas unido a mayores costos de combustibles para generación, pusieron bajo presión los resultados de la compañía. En efecto, entre el 3T07 y los resultados del primer trimestre de 2009, el margen EBITDA ha fluctuado entre 8,2% y 35,6%, promediando 21,6% en el ínterin. Hacia adelante, esperamos que este indicador de eficiencia siga bajo presión y se situará por debajo de 20% hasta fines de 2011. En la medida que la compañía comience a incorporar nueva capacidad (ver detalle en siguiente sección), veremos un incremento sostenido en el margen EBITDA, para situarse en torno a 27% entre 2014 y 2020. El menor nivel que alcanzará este indicador en comparación a su propia historia, se explica por una mayor fracción de venta de energía a clientes regulados, dados los bloques de energía que se adjudicó Gener en las rondas de licitaciones de suministro a distribuidoras eléctricas.

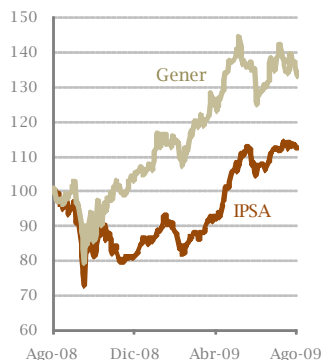
Buenas perspectivas de generación de caja hacia adelante. Entre la última parte de 2009 y principios de 2012 Gener añadirá 1.359 MW a su parque generador, lo que representa un incremento de 40% en relación a la capacidad instalada actual. En la medida que esta cartera de proyectos se ejecute exitosamente, veremos una mejora sustancial en los flujos de caja de la operación a contar del segundo semestre de 2012. No obstante, las dificultades recientes que experimentó el proyecto Campiche, arroja una sombra de dudas en relación a la ejecución del ambicioso y complejo plan de inversiones de la compañía. Dado que Gener trata de equilibrar sus compromisos comerciales con la capacidad de generación eficiente con la que cuenta, el retraso en la puesta en marcha de una central como Campiche puede dañar su posición de caja al tener que satisfacer suministros comprometidos, con energía comprada en el mercado spot a precios que usualmente difieren y son más volátiles que los implícitos en los contratos de largo plazo.

Crecimiento

Proyectos carboníferos en Chile. El plan de inversiones de Gener contempla la incorporación de la central Guacolda 3 (152 MW) a fines de 2009, Ventanas 3 (267 MW) y Guacolda 4 (152 MW) durante 2010, Angamos 1 y 2 (259 MW cada una) durante 2011 y, Campiche (270 MW) en la primera mitad de 2012. Estas inversiones involucran una inversión de US\$ 2.900 millones, según la información que ha proporcionado la compañía. No hemos incorporado en nuestra valoración otros proyectos de la compañía (Alto Maipo 530 MW, Los Robles 750 MW y Cochrane 560 MW), dada la complejidad y riesgos de ejecución de los proyectos actuales, junto al menor espacio para financiar nuevos proyectos.

No descartamos que la inversión requerida para desarrollar estos proyectos sea mayor al anunciado oficialmente por Gener, dado que las cifras que se conocen no han sido actualizadas en los últimos dos años (como en el caso de Campiche). A modo de ejemplo, cabe recordar la planta de GNL Quintero, cuyo costo inicial se estimó en 263 millones de dólares, pero finalmente se empujó hasta los US\$ 1.100 millones, mucho más allá de lo que puede explicar el cambio del diseño original, que duplicó el tamaño de dicho proyecto.

Rentabilidad



Rentabilidad

Último mes	-2,6%
Año a la fecha	25,7%
Últimos 12 meses	34,2%

Utilidad por acción

UPA 2008	\$ 11,9
UPA 2009E	\$ 12,2
UPA 20010E	\$ 4,7

Factor Campiche. Recordemos que a fines de junio de 2009, la Corte Suprema ratificó el fallo que anulaba la aprobación ambiental de la Central Campiche, dado que los terrenos en los cuales se emplazaría esta termoeléctrica no estaban autorizados para este tipo de instalaciones. Campiche es uno de los proyectos en construcción de Gener que aún no cuenta con financiamiento completo, por lo cual la puesta en marcha programada inicialmente para mayo de 2011, hemos supuesto se retrasa un año. Esta central representa casi el 20% de la capacidad de generación actualmente en construcción y representa 7,3% de la potencia instalada actual. Esta situación se suma a otras de carácter negativo que han involucrado a importantes proyectos de AES Gener (entre ellas, la suspensión transitoria de la licitación internacional que definiría al proveedor de las turbinas para la Central Termoeléctrica Los Robles, o que Aguas Andinas impugnará la autorización ambiental de Alto Maipo).

Venta de activos. Dado el reducido espacio con el que cuenta Gener para obtener nuevo financiamiento, algunos observadores han señalado la posibilidad de un nuevo aumento de capital. Sin embargo, debido a las dificultades actuales en la ejecución del plan de inversiones, nos parece menos probable que se lleve a cabo un proceso que ponga presión adicional sobre el precio de la acción de Gener. De tal manera, la venta de la central Salta aparece como la alternativa más probable, dado que: (1) estimamos que a partir de 2012 dicha central, emplazada en Argentina y que utiliza gas natural para generación, dejará de inyectar energía al Sistema Interconectado del Norte Grande y, (2) según nuestras estimaciones, las operaciones de Argentina representarían sólo el 1,4% del valor de la compañía.

Valor

Nuestro modelo de valoración entrega un precio objetivo a diciembre de 2010 de \$280, con un *upside* potencial de 19,7% en relación al precio de cierre considerado, en línea con el retorno exigido a las operaciones de Chile y Colombia. Este precio objetivo proviene de un modelo de flujo de caja descontado siguiendo una metodología de suma de partes, para reflejar el riesgo de cada país en que opera la compañía. Así se proyectan los flujos en el período 2011-2020 y un crecimiento perpetuo nominal de 2% desde 2021 en adelante para las operaciones de Argentina, Chile y Colombia. Nuestra proyección incluye como elementos fundamentales: (i) la incorporación de 1.359 MW de capacidad a las operaciones de Chile entre 2009 y 2012; (ii) un factor de despacho de 50% de la central colombiana Chivor (1.000 MW), donde la mitad de la energía generada se transaría en la bolsa de energía; (iii) a partir de 2012 la central Salta despachará solamente hacia el Sistema Argentino de Interconexión, con un factor de despacho de 60%; (iv) el margen EBITDA se situaría por debajo de 20% hasta fines de 2011 y en la medida que la compañía comience a incorporar nueva capacidad, veremos un incremento sostenido este indicador de eficiencia, para situarse en torno a 27% entre 2014 y 2020. Para descontar los flujos, hemos utilizado un WACC de 15,7% para Argentina, 9,8% para Chile y 10,3% para las operaciones de Colombia.

Gener presenta múltiplos algo por debajo del promedio sector eléctrico chileno y de su propia historia. Pese a que al comparar Gener con el resto del sector, aparece barata en términos de valoración, estos indicadores sectoriales aún siguen algo distorsionados por la información de ciertas compañías que han mostrado débiles resultados en el último año. Considerando nuestro precio objetivo, todo lo anterior implicaría una relación P/U de largo plazo de 7,4 veces y EV/EBITDA de 8,7x.

Utilidades

Pese a los buenos resultados que ha mostrado Gener en los últimos trimestres, hasta 2013 esperamos gran variabilidad y cierta debilidad en los resultados de la compañía. Tal como lo mencionamos en la sección Rentabilidad, esperamos hacia delante que Gener vuelva a mostrar sólidos resultados en la medida que vaya incorporando nueva capacidad de generación y los requerimientos de inversión (Capex) regresen a niveles históricos. Para 2009 esperamos una utilidad de US\$ 156,4 millones, inferior a los MMUS\$ 164,6 de 2008.

Riesgos

Venta de activos para financiar crecimiento en Chile. El financiamiento del plan de inversiones de Gener ha involucrado aumentos de capital, emisión de bonos, *project finance*, venta de acciones por parte del controlador y desinversión de activos en República Dominicana. No obstante lo anterior, algunos de los proyectos que cuentan con aprobación ambiental aún no se encuentran completamente financiados -Campiche en particular-. De tal forma, el acceso a nuevo financiamiento para otros proyectos en carpeta es cada vez más difícil, de manera que no descartamos la posibilidad de nuevas desinversiones y venta de activos para financiar las oportunidades de crecimiento en Chile. En este sentido, aparece más probable la venta de la central Salta, la cual esperamos hacia adelante inyecte energía solamente al Sistema Argentino de Interconexión. Tampoco descartamos la posibilidad de un nuevo aumento de capital, pero debido a las dificultades actuales en la ejecución del plan de inversiones, nos parece menos probable que se lleve a cabo un proceso que ponga presión adicional sobre el precio de la acción de Gener.

Nulo desarrollo de iniciativas de energías renovables no convencionales (ERNC) la exponen a presiones por parte de grupos ambientalistas. La Ley 20.257 establece una obligación para las empresas eléctricas con capacidad instalada superior a 200 MW, para que una parte de la energía que comercialicen con distribuidoras o clientes finales se acredite provenga de medios de generación renovables no convencionales, propios o contratados. Entre 2010 y 2014 la obligación es de 5%, y luego se incrementa paulatinamente hasta 10% en el 2024, es decir, aumentos de 0,5% anual. La obligación regirá a contar del 1 de enero de 2010 y se aplica a todos los contratos suscritos desde el 31 de agosto de 2007 en adelante, independientemente si son nuevos, renovaciones o extensiones. Las obligaciones pueden acreditarse independientemente del sistema interconectado en que se realiza la inyección de energía. Gener no tiene en su carpeta de proyectos el desarrollo de medios de generación de ERNC, lo cual la expone a presiones por parte de grupos ambientalistas. A su vez, dado el plan de expansión en base a centrales a carbón, la compañía queda en una posición vulnerable si se implanta algún esquema de penalización a las emisiones de CO₂.

Indexación de precios de Contratos Regulados Licitados puede afectar margen de comercialización. En las últimas licitaciones de suministro a empresas distribuidoras hubo dos elementos relevantes: (1) Gener se adjudicó bloques de energía a precios que se situaron en la parte baja del rango de precios ofertados y, (2) todas las compañías optaron por indexar los precios a la inflación de EE.UU., desconectando la evolución del precio de venta, de los costos de los combustibles para generación. Este indexador tampoco guarda relación directa con los precios relevantes para el desarrollo de centrales eléctricas (turbinas, servicios de ingeniería, mano de obra, hormigón, acero, entre otros). De tal manera, hacia adelante Gener no cuenta con una posición competitiva sólida, dado que cobra un precio menor que sus competidores, el cual no se ajusta de manera adecuada a los abruptos cambios que usualmente experimentan los precios de los combustibles y, además, otras compañías como Endesa y Colbún presentan costos medios de operación menores, dada la mayor relevancia de la hidroelectricidad en sus mix de generación.

Hidrología en Chile será cada vez menos relevante en resultados. Dado que Gener posee un parque de generación eminentemente térmico en el Sistema Interconectado Central, se favorece en condiciones hidrológicas extremas. Pero en la medida que se adicione mayor capacidad de generación térmica eficiente (carbón) y se desarrollen centrales hidráulicas no-estacionales (HidroAysen), el margen de seguridad del SIC se incrementará; con lo cual la hidrología tendrá un efecto más reducido en los costos marginales y, por lo tanto, en los resultados de la compañía.



Valoración por Suma de Partes (US\$ millones)

		Tasas de Descuento	Arg.	Chile	Col.	Precio Objetivo \$ 280
Operaciones en Argentina	71	Tasa libre de riesgo	4,3%	4,3%	4,3%	
Operaciones en Chile	4.057	Riesgo país (pb)	864	132	260	
Operaciones en Colombia	998	Beta	1,0	1,0	1,0	
Deuda Neta más Interés Minoritario	-1.522	Exceso de Retorno	6,0%	6,0%	6,0%	
Otras participaciones en sociedades	18	Costo patrimonio	18,9%	11,6%	12,3%	
Valor Patrimonio Objetivo	3.623	Costo deuda	15,4%	8,1%	9,4%	
Número de acciones (millones)	7.132	Impuestos	33%	17%	36%	
Tipo de cambio (diciembre 2010)	555	D / P	60%	60%	60%	
Precio Objetivo (\$/acción)	280	WACC	15,7%	9,8%	10,3%	
Precio Actual (\$/acción)	234	Perpetuidad	2,0%	2,0%	2,0%	
Retorno Potencial	19,7%					

Información Operacional

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Generación (GWh)	4.287	4.881	5.540	6.433	6.848	6.776
SADI - Argentina	1.868	2.411	3.010	3.058	3.481	3.493
SIC - Chile	907	845	710	1.514	1.501	1.500
SING - Chile	580	553	695	837	852	852
SIN - Colombia	932	1.072	1.126	1.024	1.015	932

Capacidad Instalada, Precios y Costos

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Capacidad Instalada (MW)	3.688	3.840	4.259	4.777	5.047	5.047
SADI - Argentina	1.768	1.920	2.339	2.339	2.609	2.609
SIC - Chile	920	920	920	1.438	795	795
SING - Chile	0	0	0	0	643	643
SIN - Colombia	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Precios Combustibles(US\$/MWh)						
Diesel	214	102	127	131	133	136
Carbón	58	34	39	42	44	46
Gas Natural	63	30	44	49	50	51

Balance General (US\$ millones)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Total activos	3.768	5.334	6.038	6.622	6.767	6.846	6.938
Caja y equivalente	114	382	384	395	407	419	432
Activos circulantes sin caja	435	449	523	642	682	706	756
Activos fijos	2.756	3.981	4.606	5.045	5.122	5.150	5.164
Otros activos	463	522	524	539	555	570	587
Total pasivos y patrimonio	3.768	5.334	6.038	6.622	6.767	6.846	6.938
Pasivos circulantes	308	901	1.508	1.840	1.715	1.388	924
Pasivos largo plazo	1.430	1.691	1.729	1.809	1.893	1.980	2.071
Interés minoritario	11	16	19	22	26	30	34
Patrimonio neto	2.018	2.726	2.782	2.950	3.132	3.448	3.909

Estado Resultados (US\$ millones)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Ingresos de explotación	1.884	1.757	2.012	2.629	2.876	2.985	3.256
Costos de explotación	-1.481	-1.384	-1.709	-2.203	-2.365	-2.297	-2.360
Gastos de administración	-80	-88	-100	-131	-143	-148	-161
Resultado operacional	323	285	203	295	369	541	735
Depreciación y amortización	-104	-117	-126	-163	-176	-184	-201
EBITDA	429	402	330	458	545	724	936
Margen EBITDA (%)	22,8%	22,9%	16,4%	17,4%	18,9%	24,3%	28,7%
Utilidad neta	165	156	61	129	144	336	531
Margen neto (%)	8,7%	8,9%	3,0%	4,9%	5,0%	11,2%	16,3%
UPA	11,9	12,2	4,7	9,6	10,3	23,4	36,0

Glosario

Nomenclatura	Descripción
Beta IPSA	Coefficiente de riesgo no diversificable de la acción respecto del IPSA.
Beta Patrimonio	Coefficiente de riesgo no diversificable del valor del patrimonio de la compañía.
Capex	Capital expenditures. Inversión en activos fijos e intangibles.
D/A	Relación deuda financiera a activos totales.
Dividend Yield	Retorno de dividendos.
Ebitda	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
EV	Enterprise value. Valor de la empresa, calculado como capitalización bursátil más deuda financiera neta e interés minoritario.
EV/Ebitda	Relación EV a Ebitda anualizado.
EV*/Ebitda	Relación EV objetivo a Ebitda anualizado.
Margen Ebitda	Ebitda como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Neto	Utilidad neta como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Operacional	Resultado operacional como porcentaje de ingresos de explotación.
P/U	Relación precio a utilidad neta anualizada.
P*/U	Relación precio objetivo a utilidad neta anualizada.
P/Ventas	Relación precio a ventas anualizadas.
P/VL	Relación precio a valor libro.
ROA	Return on Assets. Retorno sobre los activos.
ROE	Return on Equity. Retorno sobre el patrimonio.
UPA	Utilidad neta por acción.
WACC	Weighted average cost of capital. Costo promedio ponderado del capital.

Departamento de Estudios EuroAmerica

Luis Óscar Herrera B.

Director de Estudios

lherrera@euroamerica.cl

Jorge Chang R.

Gerente de Estudios de Renta Variable

jchang@euroamerica.cl

Carla Araya S.

Analista Financiero

Sector Forestal y Minero

caraya@euroamerica.cl

Amelia González V.

Analista Financiero

Sector Retail

agonzalezv@euroamerica.cl

William Baeza L.

Analista Financiero

Sector Eléctrico

wbaeza@euroamerica.cl

Este material fue preparado por personal de EuroAmerica, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar alguna acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ésta sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivo contenidos en este material son de la fecha indicada y están sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan.

Las estrategias presentadas en este material no necesariamente son las más adecuadas para los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales del lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo e ingreso disponible, entre otras consideraciones.

Tanto EuroAmerica, como sus empleados y/o clientes, en cualquier momento pueden mantener posiciones cortas o largas en las acciones u otros instrumentos financieros referidos en este material, las que no necesariamente deben coincidir con las recomendaciones propuestas en el mismo.

La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin el previo consentimiento de EuroAmerica.