

Edelnor

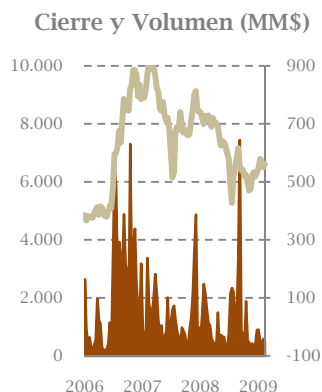
05 de Marzo de 2009

William Baeza L.
wbaeza@euroamerica.cl

Recomendación:	Comprar
Precio Objetivo	\$780
Ultimo Precio:	\$560
Riesgo Inversión:	Alto
Sector:	Eléctrico
Ticker Bloomberg:	EDELNOR CI

Edelnor es una de las principales empresas eléctricas de Sistema Interconectado del Norte Grande, aportando durante 2008 un 24% del total de la generación de dicho sistema. El aporte a la generación de Edelnor por tipo de central en el mismo período fue 72% carbón, 25% diesel y el resto, hidro y gas natural.

Depempeño Acción



Últimos 12 meses

Rentabilidad	-1,1%
Máximo	\$ 830
Mínimo	\$ 395
UPA	\$ 177,9
P/U	3,2 x
EV/Ebitda	2,0 x
P/VL	0,9 x
Dividend Yield	21%
Float (%)	17,6%

Oro en el desierto: caja y crecimiento

Hemos reiniciado la cobertura de Edelnor, con recomendación de **Comprar** y fijando un **precio objetivo a fines de 2009 de \$780 por acción**, lo cual representa un *upside* de 39,3% en relación al precio actual y un 22% por sobre la rentabilidad que esperamos para el IPSA. Aunque en el corto plazo las perspectivas de demanda –principalmente minería– muestran un claro sesgo a la baja, las centrales carboníferas de Edelnor sirven para la generación base, por lo que, estarían permanentemente despachadas para satisfacer la demanda. Además, el positivo escenario de precios y costos de generación permitirán a la compañía seguir generando importantes sumas de efectivo. Además, estimamos que la compañía se está transando con un significativo descuento en relación a sus comparables, lo cual no se justifica dada la componente de crecimiento que ahora posee la compañía tras el anuncio de la construcción de Infraestructura Energética Mejillones (750MW), con lo cual más que duplicaría su capacidad instalada actual (720MW).

Rentabilidad

Márgenes atractivos y en expansión. Entre 2001 y 2006, Edelnor mostró un margen Ebitda en torno a 18,4% promedio. Para 2009 esperamos una cifra cercana a 34,8%, algo por abajo del desempeño de 2008, de 38,8%. Pese a que estas cifras se encuentran algo por debajo de los márgenes que muestran otras compañías de generación, debemos recordar que Edelnor es un generador eminentemente térmico. Así, por definición el margen será algo más estrecho que para una compañía que posea parte de su parque generador, hidráulico. Más importante aún, la estructura de costos de la compañía, medido como costos operacionales sobre ingresos, ha convergido a niveles similares a las empresas eléctricas más eficientes de Chile, cambio que sería de carácter estructural y, de tal forma, permanente.

Volátil historia de generación de caja, pero no hacia delante. Hasta 2007, la compañía mostró un comportamiento irregular en sus resultados, lo cual se tradujo en que los pagos de dividendos no fueron recurrentes. Durante 2008 la compañía distribuyó una cifra cercana al 65% de las utilidades del período, que equivale a *dividend yield* en torno a 21%. Mirando hacia delante, la magnitud de los dividendos se reduciría, dada la necesidad de financiar el plan de expansión de la compañía. En este sentido anticipamos que en el segundo trimestre de 2010 aparecerían los primeros flujos de inversión (Capex) asociados a la Unidad 4 del proyecto en Mejillones. Consideramos que un año más tarde comienzan los flujos asociados a la segunda unidad de generación. Los flujos de esta expansión, incluido el muelle, se extenderían hasta el tercer trimestre de 2013.

Indicadores Financieros

Promedio últimos 3 años

Crecimiento

Ingresos	127,8%
Ebitda	230,7%
Utilidad	1836,4%
UPA	1836,4%

Proyecciones

Precio objetivo	\$ 780
P/U '09E	3,4 x
EV/Ebitda '09E	4,7 x

Datos al 05/Mar/'09

Valor	Edelnor	Sector
P/U	3,2x	23,8x
EV/Ebitda	2,0x	16,2x
P/VL	0,9x	2,3x
P/Ventas	0,7x	2,6x

Gran parte de la volatilidad de los flujos de caja se concentra antes de 2004, período en el cual una porción significativa de la capacidad de generación del SING y de Edelnor utilizaba gas natural. En dicho año comienzan las restricciones de gas natural argentino, lo cual llevó las utilidades de Edelnor a niveles muy bajos por un lapso de cuatro años, que abarcó desde el 1T04 hasta el 1T07. Posteriormente, las continuas alzas en el precio del petróleo y la necesidad de satisfacer la demanda eléctrica utilizando generación a partir de diesel, llevó a un incremento en los precios de la energía, que ha favorecido a Edelnor, dada las centrales carboníferas que posee que sirven para la generación base. A nuestro juicio, este escenario de precios y costos seguirá favoreciendo los resultados de Edelnor.

En síntesis, sin proyecto de expansión de Mejillones, Edelnor debería continuar generando caja. Con el proyecto, además se añade la componente de crecimiento, lo que aún no está capturado en las valoraciones de la compañía.

Crecimiento

Infraestructura Energética Mejillones. Hasta hace poco, un elemento que perjudicaba a Edelnor, era la ausencia de nuevos proyectos de inversión en generación. Ello se explicaba por dos motivos: (1) la compañía eléctrica que forma parte del pacto controlador (GDF Suez) canalizaba todas sus inversiones en el sector a través de un brazo de inversión con presencia en América Latina, y (2) Electroandina, empresa que posee un pacto controlador similar al de Edelnor y con la cual comparten el equipo gerencial, tenía mayor relevancia en la ejecución de nuevos proyectos de inversión. Esta situación ha cambiado tras el anuncio de construcción del megaproyecto termoelectrico en el Norte Grande. La iniciativa contemplaría la construcción de dos centrales en base a carbón de 350 MW cada una, las que estarían emplazadas en Mejillones. Para 2013 entrarían en operación estas unidades. El emplazamiento del proyecto, las dimensiones de éste y el timing, se acomodan a los requerimientos de inversión que ha proyectado la Comisión Nacional de Energía en su último informe de precio nudo (ver tabla), por lo cual las probabilidades de que se concrete este proyecto son altas. En términos de financiamiento, este se podría realizar en el mercado de capitales o bien a través de un crédito de una de sus controladores (GDF Suez o Codelco).

Central	Tipo	Potencia Neta (MW)	Tipo	Puesta en servicio
CT ANDINO	Construcción	150	Carbón	Abr-10
CT HORNITOS	Construcción	150	Carbón	Jul-10
BARRILES	Construcción	95	Diesel	Ene-09
CT ANGAMOS I	Construcción	230	Carbón	Abr-11
CT ANGAMOS II	Construcción	230	Carbón	Jul-11
EOLICO SING I	Recomendada	40	Eólica	Abr-10
MEJILLONES I	Recomendada	200	Carbón	Oct-12
MEJILLONES II	Recomendada	200	Carbón	Oct-12
MEJILLONES III	Recomendada	200	Carbón	Oct-14
GEOTERMICA SING I	Recomendada	40	Geotermia	Nov-14
TARAPACA I	Recomendada	200	Carbón	Ene-16
TARAPACA II	Recomendada	200	Carbón	Ene-17
GEOTERMICA SING II	Recomendada	40	Geotermia	Ene-17
TARAPACA III	Recomendada	200	Carbón	Ene-18
EOLICO SING II	Recomendada	40	Eólica	Abr-18
TARAPACA IV	Recomendada	200	Carbón	Ago-18
MEJILLONES IV	Recomendada	200	Carbón	Ago-19

Fuente: Fijación de Precio de Nudo Octubre 2008 Sistema Interconectado del Norte Grande.

Rentabilidad



Rentabilidad

Último mes	2,8%
Año a la fecha	16,5%
Últimos 12 meses	-1,1%

Utilidad por acción

UPA 2008	\$ 178
UPA 2009E	\$ 140
UPA 20010E	\$ 85

Capacidad instalada actual da margen para crecer, pero acotado. En el SING la demanda máxima se sitúa en torno al 30% de la capacidad instalada tal sistema. Esta cifra contrasta con la realidad del Sistema Interconectado Central, donde la demanda máxima está cerca del 70% de la capacidad instalada. El exceso de capacidad de generación en el sistema eléctrico del norte grande, permite ir acomodando parte de la demanda con las actuales centrales, pero no de manera eficiente. Ello implica que las señales de precio tienden a mostrar una alta volatilidad, a causa de las unidades marginales de generación.

Posible reconversión de la matriz de generación a GNL. La disponibilidad de gas natural argentino permitió a Edelnor producir en torno al 45% del total de su electricidad antes de 2005. Los cortes posteriores llevaron a modificar la matriz de generación de la compañía, reconvirtiendo una porción de su parque a diesel, mientras que la plantas a carbón fueron ganando más espacio. Hacia delante, la llegada de gas natural licuado (GNL) podría alentar una re-reconversión para el uso de este combustible. No obstante, dado los niveles de precios que se espera para el GNL, su uso estaría limitado a centrales de respaldo, por lo cual no deberíamos observar cambios sustantivos en la matriz de generación de Edelnor. Lo anterior sigue siendo válido pese a las fluctuaciones a la baja que han sufrido los futuros de GNL entre 5 y 8%, ya que correcciones de igual magnitud y sentido también han sucedido en el petróleo y carbón. Con ello el orden de mérito según costos, medido en dólares por MWh, sigue siendo primero carbón, luego GNL y finalmente diesel.

Valor

Nuestro modelo de valoración entrega un precio objetivo a diciembre de 2009 de \$780, con un *upside* potencial de 39,3% en relación al precio actual y de 22% en relación al rendimiento que anticipamos para el IPSA este año. Este precio objetivo proviene de un modelo de flujo de caja descontado, proyectando flujos en el período 2010-2015 y un crecimiento perpetuo nominal de 2% desde 2016 en adelante. Nuestra proyección incorpora como elementos fundamentales: (i) crecimiento promedio la generación en el SING de 4,8% anual; (ii) el margen Ebitda se sitúa 34,8% en 2009 y 43,4% en 2010, dismiyendo paulatinamente hacia delante; (iii) y se incorporan 375 MW de generación a carbón el último trimestre de 2012 y el 2T13. Para descontar los flujos, hemos utilizado un WACC de 11,1% nominal.

Edelnor presenta los múltiplos más reducidos del sector eléctrico chileno. Actualmente la compañía se está transando a un múltiplo P/U de 3,2x, inferior al promedio del sector, que alcanza 23,8 veces. Además del significativo descuento al que se transa Edelnor con respecto a sus comparables, estimamos que las valoraciones actuales no incorporan el extraordinario *momentum* de resultados de la compañía ni tampoco incluyen las oportunidades de crecimiento de la compañía tras anuncio de Infraestructura Energética Mejillones.

Utilidades

Edelnor entregó sólidos resultados para el 4T08, con avances de 109,5% en Utilidad Neta y 138,5% en EBITDA. A nivel operacional, el EBITDA alcanzó US\$ 52 millones en el último trimestre de 2008, muy por sobre las cifras del 4T07, cuando llegó a US\$ 21,8 millones. En la última línea, la utilidad alcanzó US\$ 30,4 millones en el 4T08, en contraste con los US\$14,5 millones en igual período de 2007.

La evolución de los resultados llevó a la compañía a una significativa reconstrucción de márgenes, los cuales estuvieron bajo presión desde fines de 2007 hasta el 3T08. De tal manera, el margen EBITDA llegó a 34,1% durante 2008, que se compara positivamente con la propia historia de la compañía y frente a empresas comparables.

Considerando nuestro precio objetivo, lo anterior implicaría una relación P/U de 3,4 veces y EV/EBITDA de 4,7x a fines de 2009. Para los próximos años esperamos una caída paulatina en el crecimiento de las utilidades, promediando un descenso anual 9,7% entre fines de 2008 y fines de 2015, dada la normalización de los costos marginales.

Riesgos

Rechazo al estudio de impacto ambiental (EIA) del proyecto Infraestructura Energética Mejillones. Un elemento primordial de nuestra valoración es que incluye aumentos de capacidad de generación de Edelnor. Suponemos que el EIA será aprobado, ya que las futuras unidades se emplazarían en un barrio industrial que ya cuenta con infraestructura del sector energía.

Menor demanda. El principal consumidor de energía eléctrica en el SING es la minería del cobre. Según información de Cochilco, existiría una importante incorporación de capacidad productiva, hacia el año 2011. Sin embargo, tras la importante desaceleración global, es probable que la ejecución de algunos de esos proyectos se retrase. De tal manera, el sesgo en nuestra proyección de demanda por energía es a la baja, pero de impacto acotado en la generación eléctrica de Edelnor, toda vez que las tecnologías de sus plantas les permiten ser despachadas de manera casi permanente, en función de sus costos de operación.

Gas Natural Licuado (GNL) como combustible para generación. En nuestra valoración hemos supuesto que el uso de GNL se limitaría en Edelnor a generación de respaldo y no constituye una alternativa económicamente atractiva frente al carbón. Además, la adopción de este combustible tiene una fase inicial de apoyo financiero por parte de las empresas mineras participantes del proyecto, por lo cual en el largo plazo la viabilidad económica de este combustible, y su uso decidido por parte de las empresas generadoras, no está del todo garantizado.

Por el lado positivo aparece una posible fusión con Electroandina. Durante varios años se ha mencionado la posibilidad de una fusión entre Edelnor y Electroandina. Actualmente, ambas empresas están bajo un pacto controlador similar y comparten la estructura gerencial, por lo cual las sinergias de una posible fusión están limitadas sólo al plano operacional. Esta fusión hacía sentido ya que Electroandina poseía proyectos de expansión, pero ahora dadas las oportunidades de crecimiento que presenta Edelnor, este riesgo sería menos significativo. La materialización de este riesgo, y suponiendo que Edelnor es la compañía *adquirida*, sería positiva para los accionistas minoritarios ya que implicaría el lanzamiento de una OPA. En efecto, al observar las últimas ofertas públicas de acciones del mercado local, al darse a conocer las OPAs de CTC y D&S ellas implicaban un premio de 24,8% y 33,3% respectivamente, en relación a precios vigentes de sus acciones.



Flujo de Caja Libre (Miles de dólares)

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
Ingresos explotación	127.320	272.326	577.418	370.950	287.419	245.876
Margen operacional	-355	84.994	179.705	128.179	81.858	59.531
Resultado operacional	-10.485	72.996	166.325	118.743	74.681	53.431
- Impuestos	1.782	-12.409	-28.275	-20.186	-12.696	-9.083
+ Depreciación y amort.	27.010	27.329	30.372	31.666	31.666	31.666
- Capex	-6.397	-4.662	-2.067	-5.000	-186.250	-496.667
- Capital de trabajo	-9.946	-17.228	-31.889	29.051	11.922	5.338
Flujo de caja libre	1.964	66.026	134.466	154.274	-80.677	-415.315

Precio Objetivo
\$ 780

Información Operacional

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Generación SING (GWh)						
Diesel	2.704	4.240	3.932	1.398	341	752
Carbón	8.026	8.481	8.712	9.038	10.040	10.564
Gas Natural	3.147	1.713	2.184	4.950	6.715	6.677
Hidro	68	68	69	68	68	68
Generación Edelnor (GWh)						
Diesel	396	876	826	294	72	159
Carbón	2.245	2.496	2.671	2.671	2.671	3.406
Gas Natural	127	40	100	370	769	769
Hidro	68	68	69	68	68	68

Tasas de Descuento

Tasa libre de riesgo	3,7%
Riesgo país	2,5%
Beta	1,0
Exceso de Retorno	6,5%
Costo patrimonio	12,7%
Costo deuda	10,2%
Impuestos	17,0%
D / P	60,0%
WACC	11,1%
Perpetuidad	2,0%

Capacidad Instalada, Precios y Costos

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Capacidad Instalada (MW)	719	719	719	719	719	719	1.094
Diesel	115	115	115	115	115	115	115
Carbón	341	341	341	341	341	341	716
Gas Natural	251	251	251	251	251	251	251
Hidro	13	13	13	13	13	13	13
Precio Energía (US\$/MWh)	50,3	102,9	182,0	109,0	90,3	73,0	72,2
Diesel (US\$/MWh)	144,0	157,2	213,7	126,6	147,6	161,0	169,5
Carbón (US\$/MWh)	27,2	37,2	62,4	37,0	39,5	39,9	41,4
Gas Natural (US\$/MWh)	49,8	50,6	63,8	50,4	56,4	57,4	56,9

Balance General (Miles de dólares)

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Total activos	629.769	700.981	683.124	708.586	894.510	1.354.936	1.923.573
Caja y equivalente	25.156	89.686	62.385	146.857	193.985	193.985	193.985
Activos circulantes sin caja	44.057	67.389	102.582	70.239	54.450	49.876	87.054
Activos fijos	496.505	486.556	464.293	437.627	592.211	1.057.212	1.588.671
Otros activos	64.051	57.350	53.864	53.864	53.864	53.864	53.864
Total pasivos y patrimonio	629.769	700.981	683.124	708.586	894.510	1.354.936	1.923.573
Pasivos circulantes	22.708	50.355	63.689	-14.625	108.040	539.107	1.105.316
Pasivos largo plazo	250.172	232.927	156.634	156.634	156.634	156.634	156.634
Interés minoritario	587	536	502	540	578	616	654
Patrimonio neto	356.302	417.163	462.299	566.038	629.258	658.580	660.970

Estado Resultados (Miles de dólares)

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Ingresos de explotación	127.320	272.326	577.418	370.950	287.419	245.876	298.614
Costos de explotación	-127.675	-187.332	-397.713	-242.771	-205.561	-186.344	-232.299
Gastos de administración	-10.130	-11.998	-13.380	-9.436	-7.177	-6.100	-7.405
Resultado operacional	-10.485	72.996	166.325	118.743	74.681	53.431	58.910
Depreciación y amortización	-27.010	-27.329	-30.372	-31.666	-31.666	-31.666	-37.708
Ebitda	16.525	100.325	196.697	150.421	106.359	85.109	96.630
Margen Ebitda	13,0%	36,8%	34,1%	40,6%	37,0%	34,6%	32,4%
Utilidad neta	-10.782	60.861	129.067	103.739	63.221	29.321	2.390
Margen neto	-8,5%	22,3%	22,4%	28,0%	22,0%	11,9%	0,8%
UPA	-0,02	0,13	0,28	0,23	0,14	0,06	0,01

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

William Baeza L.

Analista Financiero

Sector Eléctrico

wbaeza@euroamerica.cl

Amelia González V.

Analista Financiero

Sector Retail

agonzalezv@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.