



## Informe de empresas • Estudios EuroAmerica

lunes 24 de enero de 2011

euroamericaestudios@euroamerica.cl

# E-CL

## Comprar

### Resumen

Recomendación	Comprar/Riesgo Medio
Precio (24/01/11)	\$1.300,5
Precio objetivo (dic-2011)	\$1.596
Upside potencial	23%

### Información de la oferta

Código Bolsa de Comercio	ECL
Sector	Utilities
N° de acciones	1.060,6 MM
Market Cap	US\$ 2.814 MM
Float actual	7%
Float post-venta secundaria	47%

Estimaciones (MM US\$)	2011	2012
Ventas	1.129	1.150
Resultado Operativo	294	311
EBITDA	381	408

### Comparación con el IPSA (Base 100)



## Líder en el SING

- La oferta secundaria de acciones -un 40% de la propiedad que actualmente está en manos de Codelco- cierra este próximo 27 de enero. A partir de esto, hemos realizado una valoración por Flujo de Caja Descontado (FCD) de E-CL con un precio objetivo de \$1.596 y recomendación de compra.
- El atractivo de esta acción radica no sólo en las interesantes perspectivas de esta empresa y del sector eléctrico, sino también en las bondades que ofrece el aumento considerable de su *free float*.
- E-CL es la principal generadora eléctrica que opera en el SING, con un 49% de la capacidad instalada del sistema.
- Opera con 7 centrales, con una matriz de generación de carbón (43%), gas (38%), petróleo (15%), diesel (3%) e hidro (1%).
- Controlada por GDF Suez (53%), Codelco (40%) y un *free float* de 7% -que llegaría hasta un 47% de no mediar un interés por aumentar la participación de GDF Suez-, luego de la venta de la participación total de Codelco.
- A la fecha, GDF Suez no se ha pronunciado respecto a su interés de participar en esta oferta. Sin embargo, ésta es una variable que no debe descartarse.

## Sobre la empresa

### Historia

El origen de E-CL (ex-Edelnor) se remonta al año 1981, donde la empresa es creada a partir de los activos que poseía Endesa en el norte del Chile. En 1993, SEI Chile adquiere el 35% de la propiedad de Edelnor y posteriormente, en 1998 aumenta su participación hasta un 82%.

Por su parte, en 1913 Electroandina comienza abasteciendo de energía a Chuquicamata, convirtiéndose con el tiempo en la división de energía de Codelco. Luego, en 1996 se produce un *spin-off* y privatización de la compañía, donde Tractebel (hoy GDF Suez) adquiere 1/3 de la compañía con control del *management* y 2/3 de Codelco. Posteriormente, en 2002 GDF Suez y Codelco adquieren el 82% de Edelnor (pasando Electroandina y Edelnor a operar en forma integrada).

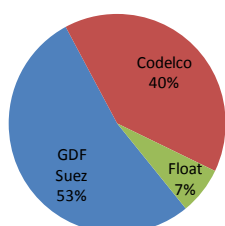
En torno a 1997 hasta 1999 la empresa desarrolla el proyecto del Gasoducto NorAndino, a través de sus subsidiarias Tractebel y Enerpac (subsidiaria de Edelnor).

El año 2007 comienzan a desarrollarse las centrales CTA y CTH, las cuales estarán operativas el año 2011.

Finalmente el año 2009 GDF Suez y Codelco fusionan sus activos de generación eléctrica y transporte de gas, formando E-CL.

### Situación Actual

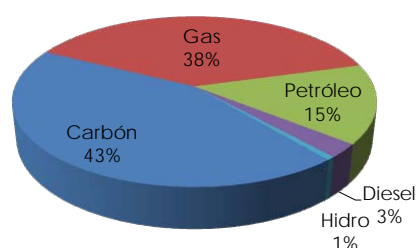
La estructura de propiedad de la empresa es la siguiente:



E-CL es controlado por GDF SUEZ, los cuales poseen operaciones a nivel internacional, por ende poseen el *know-how* y experiencia en la industria eléctrica. Por otra parte, E-CL es la única firma bursátil local que posee un 100% de sus operaciones en el SING.

E-CL es la principal generadora eléctrica que opera en el Sistema Interconectado del Norte Grande (SING), actualmente posee el 49% de la capacidad instalada del sistema, equivalente a 1.796 MW. Sus centrales operan principalmente a carbón (44%) y gas natural (38%), teniendo estas últimas la capacidad de operar de manera alternativa con diesel.

Matriz de Generación (sep-10)



Fuente: E-CL

E-CL opera en la actualidad 7 centrales, las cuales se describen a continuación:

Central	Tipo	Cap. máx. MW	% Total
Chapiquiña	Hídrica	10,2	0,6%
Arica	Diesel	14,3	0,8%
Iquique	Diesel	31	1,7%
	Petróleo	12,1	0,7%
Tocopilla	Carbón	437,4	24,5%
	Gas	400,0	24,4%
	Petróleo	154,5	6,9%
Tamaya	Petróleo	104,3	5,8%
Mejillones	Carbón	340,9	19,0%
	Gas	250,8	14,0%
Mantos Blancos	Diesel	2,7	0,1%
	Petróleo	28,6	1,6%

Para el año 2011 ingresarán 2 centrales nuevas:

Central	MW	Tipo
CTA	165	Carbón
CTH	165	Carbón

En la actualidad la empresa está desarrollando los proyectos Central Termoeléctrica Andina (CTA) (inicio operación: 2T-2011, capacidad: 165 MW) del cual posee el 100% de la propiedad; y el proyecto Central Termoeléctrica Hornitos (CTH) (inicio operación: 2T-2011, capacidad: 165 MW) del cual posee un 60% de la propiedad. Cabe destacar que ambos proyectos ya cuentan con los respectivos contratos de capacidad negociados.

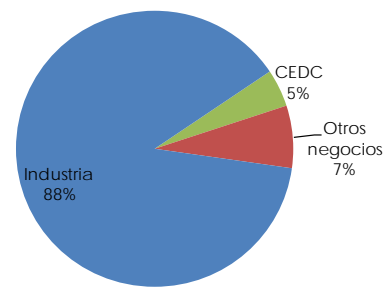
E-CL obtiene ingresos principalmente del sector industrial, dentro del cual la minería es su principal cliente.

En Chile el sector eléctrico se divide en cuatro sistemas: Sistema Interconectado del Norte Grande (SING), Sistema Interconectado Central (SIC) y dos pequeños sistemas regionales independientes (XI y XII

regiones). Se observa una estructura de negocios muy distinta en cada sistema, dependiendo de los clientes y las condiciones del medio en el cual se desarrollan. En el norte, se privilegia la industria (clientes libres) y el uso de combustibles; en cambio en la zona central se distribuye mayoritariamente a clientes regulados y la mayor parte de la energía se obtiene a través de fuentes hídricas.

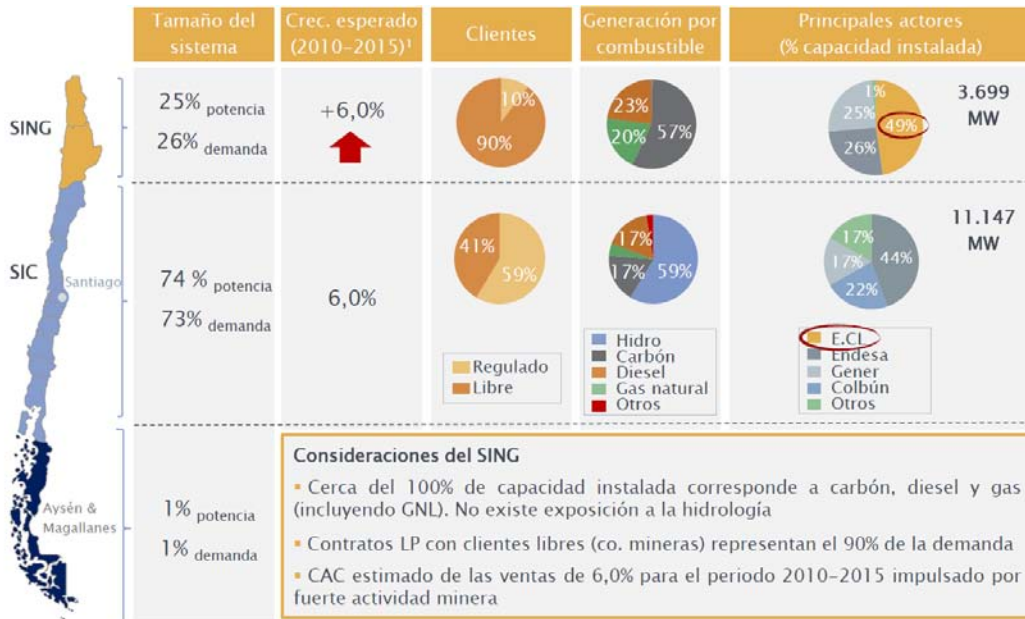
En el norte el crecimiento de la industria está asociado principalmente al desarrollo de proyectos mineros; en cambio, en la zona central el crecimiento es más dependiente del desarrollo demográfico.

Distribución de ingresos (sep-10)



Fuente: E-CL

Estructura Actual del sector Eléctrico en Chile



Fuente: E-CL

## Consideraciones de inversión

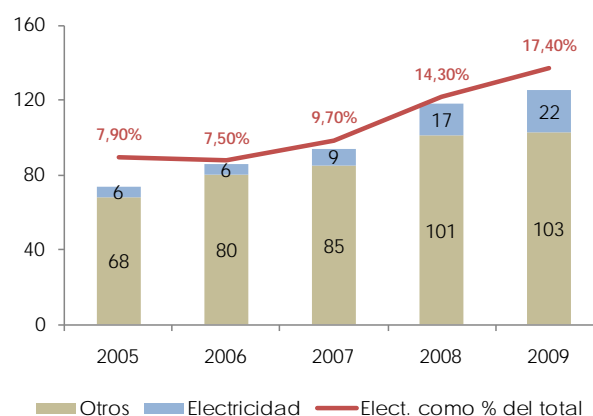
### • Oportunidades y Fortalezas

- ✓ *Los flujos de la compañía no dependen de la hidrología:* esto entrega estabilidad de flujos y reduce la volatilidad del precio de la acción.
- ✓ *Contratos:* Posee contratos con mineras, las cuales cuentan con solvencia crediticia. E-CL posee contratos vigentes con un promedio de 11 años de duración, representando éstos cerca del 90% de la demanda. Por otra parte, el 99% de los contratos tienen indexados los costos de producción que posee la compañía. De esta forma se controla el riesgo proveniente del precio del combustible (carbón, diesel y GNL).
- ✓ *Crecimiento en la minería:* Existen actualmente 13 proyectos mineros, cuya inversión total es de 18.271 MUS\$.<sup>1</sup> De éstos, 6 proyectos aun no han contratado sus requerimientos energéticos.
- ✓ *Crecimiento del SING:* la CNE (Comisión Nacional de Energía) espera que el crecimiento anual compuesto para el periodo 2010-2020 sea de un 6%, este crecimiento podría ser mayor a medida que se vayan concretando nuevos proyectos mineros. Para los clientes regulados el crecimiento estimado es de un 4,4% anual compuesto y para los clientes libres este sería de un 6,2%
- ✓ *Mayor presencia:* El hecho de aumentar el free float incrementará significativamente la liquidez de E-CL. Esto traerá consigo un incremento en el peso relativo de este título tanto en los

índices locales como extranjeros (MSCI Chile). Es así como proyectamos que podría ingresar nuevamente al IPSA para el año 2012.

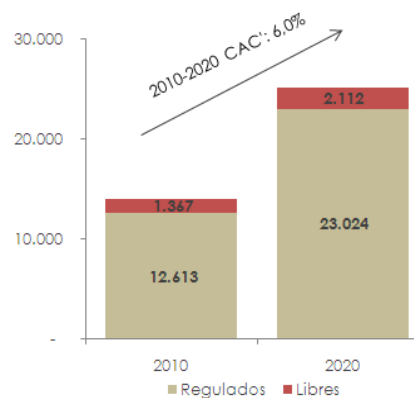
- ✓ *Codelco:* Pese que Codelco se desligará del 40% que actualmente posee de la empresa, seguirá siendo el principal cliente de E-CL. Cabe destacar que Codelco continuará desarrollando una serie de proyectos en el norte grande del país, con lo cual la demanda de electricidad por parte de la minera estatal continuará en una senda de crecimiento.

Costo energía eléctrica como % de los costos directos de mina en la industria minera chilena



Fuente: E-CL

Crecimiento estimado de la demanda del SING (GWh)



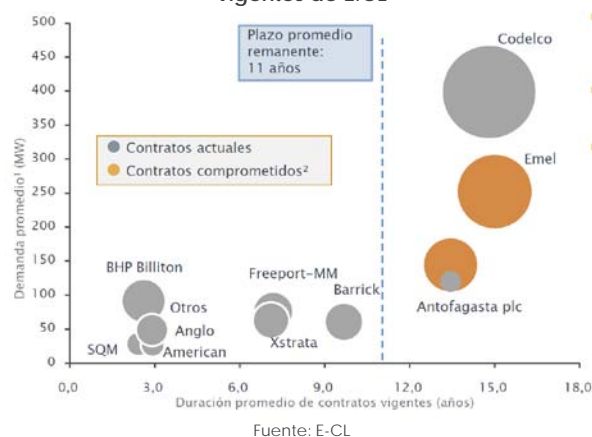
Fuente: E-CL

<sup>1</sup> Fuente: Cochilco

## • Riesgos y Debilidades

- ✓ *Dependencia del gas natural Argentino:* esta consideración podría cambiar si es que E-CL logra acceder al suministro de GNL Mejillones, la cual debe ser negociado para comenzar el abastecimiento desde septiembre 2012.
- ✓ *Posible pérdida de contratos indexados:* En los próximos 3 años, se vencen 4 contratos con empresas mineras, las cuales pueden licitar o bien negociar con la competencia. Cabe recordar que los contratos antes mencionados tienen indexación de costos.
- ✓ *Nueva normativa medioambiental de emisiones:* Esta nueva normativa obliga a la compañía a realizar inversiones en la mejora de plantas o bien a la construcción de un mix energético que incorpore más energía renovable.
- ✓ *Riesgo Macroeconómico:* Esto puede afectar principalmente a la minería, lo cual repercute sobre toda la industria que pertenece al SING.
- ✓ *Unión del SIC con el SING:* Si se aprobaran proyectos de expansión de la matriz energética (como por ejemplo Hidroaysén), existiría la posibilidad de unir los 2 principales sistemas integrados (separados por 400 kilómetros) de electricidad del país. Esto traería consigo una mayor competencia para E-CL, pudiendo afectar los flujos proyectados de la compañía.

Demanda y plazo promedio remanente de contratos vigentes de E.CL



## Antecedentes de la operación

<b>Nemotécnico</b>	ECL
<b>Descripción de la oferta</b>	Oferta pública local y oferta internacional a inversionistas calificados (ejecutada a través de la Bolsa de Comercio de Santiago)
<b>Tipo de Oferta</b>	100% acciones secundarias
<b>Número de acciones de la compañía</b>	1.060.628.537
<b>Número de acciones ofrecidas</b>	424.251.415
<b>Accionistas vendedores</b>	Codelco (16,4%) y filiales (23,7%)
<b>% Propiedad total a rematar</b>	40%
<b>Free float actual</b>	7,6%
<b>Free float estimado post-remate<sup>2</sup></b>	47,6%
<b>Beneficio tributario</b>	Actualmente las acciones de ECL presentan un 100% de presencia bursátil ajustada, por lo que están exentas al impuesto de ganancia de capital. Se debe tener presente que la ley exige un mínimo de 25% de presencia bursátil ajustada al momento de vender una acción para acogerse a este beneficio.
<b>Apertura libro de órdenes</b>	10 de enero de 2011
<b>Cierre libro de órdenes</b>	27 de enero de 2011
<b>Adjudicación</b>	28 de enero de 2011

<sup>2</sup> Se presume que el controlador GDF Suez, no participará en el remate.

## Valoración

Aunque podrían existir distorsiones al comparar directamente los distintos actores del sector eléctrico - derivadas de la matriz de generación de cada una y de su presencia a nivel geográfico -, es interesante manejar los ratios de la industria, que muestran que E-CL se encuentra rezagada en precio actualmente, lo que se explica por las positivas perspectivas del sector minero (principales clientes) y su base de contratos de largo plazo.

	Market Cap. MMUS\$	P/U
Colbún	4.556	25,14
Gener	3.936	17,50
Endesa	1.447	15,08
<b>Industria</b>	-	<b>19,24</b>
<b>E.CL</b>	<b>2.814</b>	<b>4,75</b>

Fuente: Bloomberg

### Supuestos de la valoración fundamental

- Se considera para el período 2011-2021 una expansión anual compuesta de 5,6% en la demanda del SING.
- En el año 2012 se considera la entrada en rigor el contrato con Emel (incremento de hasta 2.300 GW/año al 2016, con vigencia hasta el año 2026).
- Importantes proyectos de inversión:
- Aumentos de capacidad para el 1T y 2T de 2011 con la entrada en rigor de CTA y CTH (totalizando 330MW).
- Proyecto Mejillones a carbón para el año 2017 que involucra 375 MW.
- Proyectamos que en el largo plazo la empresa mantendría una participación de mercado en el SING de por lo menos un 50%.
- El análisis fundamental considera flujos de caja operacionales en millones de dólares entre los años 2011 y 2021. Se consideró una tasa WACC nominal de 8,38%, donde el costo de la deuda es de 5,75%, mientras

que el costo patrimonial es de 10,9% y una perpetuidad de 1%.

#### Estimación (MMUS\$)

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Ingreso Operacional	1.129	1.150	1.083	1.091	1.154
Costo Operacional	835	840	781	796	842
<b>Resultado Operacional</b>	<b>294</b>	<b>311</b>	<b>302</b>	<b>295</b>	<b>312</b>
Impuestos	41	43	39	33	35
Depreciación y Amortización	87	98	108	130	135
Capex	168	100	130	190	100
Capital de Trabajo	29	-16	-37	-48	0
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>142</b>	<b>282</b>	<b>279</b>	<b>249</b>	<b>311</b>
<b>EBITDA</b>	<b>381</b>	<b>408</b>	<b>411</b>	<b>424</b>	<b>446</b>

#### Según FCD

Precio Dólar 2011	490
VP Flujos (MMUS\$)	1.817
Perpetuidad (MMUS\$)	2.216
IER	0
<b>Valor Activos (MMUS\$)</b>	<b>4.033</b>
Deuda Financiera Neta (-)	578
Interes Minoritario (-)	0
<b>Valor de Patrimonio (MMUS\$)</b>	<b>3.455</b>
N° Acciones	1.060,6
<b>Precio Objetivo 2011</b>	<b>1.596</b>

Fuente: EuroAmerica Estudios, E-CL

### Conclusiones

Efectuando una valoración fundamental, el precio objetivo de E-CL de largo plazo es de \$1.596, que considerando un riesgo bajo-medio de inversión, sumado al aumento de casi 7 veces del float -lo que permitirá elevar significativamente la liquidez de la acción- y el atractivo de aumentar su participación tanto en índices accionarios locales, como extranjeros. Nuestra recomendación es **COMPRAR** con un up-side esperado superior a 20%, transándose a 9,1x EV/Ebitda para el año 2011.

**Ximena Garcia G.**  
Subgerente de Estudios  
[xgarcia@euroamerica.cl](mailto:xgarcia@euroamerica.cl)

**Andrés Galarce H.**  
Analista de Estudios  
[agalarce@euroamerica.cl](mailto:agalarce@euroamerica.cl)

**Marcelo Barrero C.**  
Analista de Estudios  
[mbarrero@euroamerica.cl](mailto:mbarrero@euroamerica.cl)

**Alfredo Parra R.**  
Analista de Estudios  
[aparra@euroamerica.cl](mailto:aparra@euroamerica.cl)

**Sergio Bustos Maldonado**  
Analista de Estudios  
[sbustos@euroamerica.cl](mailto:sbustos@euroamerica.cl)

© Copyright 2010 EuroAmerica. Todos los derechos reservados. Prohibida su reproducción.

*Este material fue preparado por personal de la Gerencia de Estudios de EuroAmerica, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar algún valor, acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ella sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivos contenidos en este material, son para la o las fecha(s) indicada(s), y pueden ser sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios, proyecciones 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 de cada lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo, objetivos de inversión e ingresos disponibles, entre otras consideraciones.*

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

*La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido es de propiedad de EuroAmerica, y no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin mencionar su fuente.*