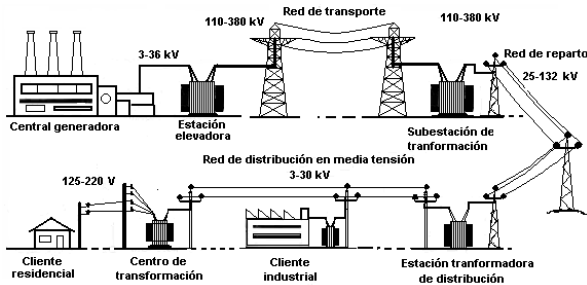




# Sector Eléctrico

## Cada sequía es una nueva oportunidad para aprender

### Repaso de la industria



La industria eléctrica cumple un papel estratégico en la economía de cualquier país, ya que la electricidad es un insumo básico tanto para los hogares como para las industrias que requieren de electricidad. Es necesario contar con un sistema eléctrico que crezca -tanto por aumentos de la demanda eléctrica (cobertura), como en niveles de eficiencia- y brinde condiciones -de seguridad y de desarrollo- que garantice el normal desarrollo de la economía nacional.

Lo complejo de esta industria es que todos los planes de desarrollo, tanto a nivel de fuentes generadoras como transmisoras, son de largo plazo, en lo referente a la evaluación de los proyectos así como en el desarrollo de los mismos.

Bajo este contexto, detallaremos la situación de Chile:

En nuestro país existen 2 grandes sistemas interconectados independientes, El SIC (Sistema Interconectado Central) y el SING (Sistema Interconectado del Norte Grande). Estos 2 sistemas concentran la mayor cantidad de población y fuentes

productivas, además existen 2 pequeños sistemas que alimentan a la XI y XII regiones.

El SING es el sistema eléctrico que alimenta a las regiones I, II y XV. Estas regiones poseen los principales yacimientos mineros del país y se caracterizan por tener una baja densidad poblacional. Este sistema, enclavado en el norte grande, se caracteriza por concentrar más del 99% de su capacidad instalada, basando la generación eléctrica en fuentes termoeléctricas -como el gas, carbón, diesel, etc.-, ya que las condiciones geográficas no son propicias para la generación eléctrica a través de fuentes hídricas (recordar que el norte de Chile posee un clima árido).

El SIC en cambio, concentra a todas las regiones existentes desde Tal-Tal hasta Chiloé, donde se concentra la mayor parte de la población del país, agrupando las grandes ciudades, puertos e industrias. Este sistema posee aproximadamente un 52% de capacidad instalada de fuentes termoeléctricas, un 47% de fuentes hídricas y cerca de un 1% se basa en energía renovables -eólica y solar-. Dado el mix de generación que posee este sistema, el riesgo hidrológico es un ítem importante al momento de evaluar y considerar los rendimientos de las empresas generadoras. Cabe destacar que en la actualidad posee un nivel de diversificación e inversión y desarrollo, que lo colocan en una mejor posición relativa respecto a la crisis energética que vivió el país a final de los años noventa.

### El tiempo nos ha ido enseñando.

Desde principios de los años noventa, hemos vivido de manera cíclica eventos naturales y políticos que han marcado el desarrollo de la industria de generación



## Informe Sectorial: Sector Eléctrico

eléctrica. Chile ha vivido una serie de eventos -sequías, inundaciones, cortes de suministros, etc.- que han dificultado y a la vez nos han enseñado cómo planificar, crear, desarrollar y mejorar nuestro sistema eléctrico, tanto a nivel de generación, de transmisión como de distribución.

A lo largo del tiempo se han ido desarrollando nuevos proyectos, se han diversificado las fuentes energéticas - un momento crítico se vivió cuando Argentina decidió no exportar más gas a Chile, lo que generó estrechez y dificultad para generar electricidad- y se ha perfeccionado la forma en la cual las empresas operan, en lo relativo al nivel técnico y administrativo - mejora en la política de contratos-.

Es por esto que la sequía que actualmente vivimos -y que se extiende desde el año 2010- no tiene similitud con la que vivió el país a fines de la década del noventa.

En los años noventa, la matriz energética del país estaba concentrada principalmente en fuentes hidrológicas y de gas proveniente de Argentina. En cambio, en la actualidad poseemos más de 6 fuentes de generación y la capacidad instalada de hoy permite sustituir las fuentes de generación, con lo cual, la mayor parte del suministro de energía estaría cubierto.

Sin embargo y a pesar del aprendizaje y evolución que ha vivido la industria en términos de generación, éste no ha ido de la mano del desarrollo de proyectos de transmisión. La transmisión representa la principal debilidad en el sistema, ya que los bajos niveles de inversión -comparado con los niveles existentes en distribución y generación- y lo estricto que es el sistema de licitaciones y aprobaciones, ha provocado ciertas debilidades y rigideces en el proceso óptimo de asignación de fuentes generadoras. Por otra parte, en un par de ocasiones se han observado "apagones" generales, debido a que no se cuenta con un sistema de transmisión de respaldo paralelo que garantice el normal funcionamiento del sistema eléctrico.

### Análisis del sector en términos macro

Durante el año 2010 la industria eléctrica, específicamente las empresas generadoras mostraron rendimientos bursátiles rezagados respecto al mercado. Lo que mermó los resultados corporativos de las empresas generadoras fue el alza en el precio de los combustibles y el comienzo de la sequía -producida por el fenómeno de La Niña-. Cabe destacar, que tanto en términos operativos como contractuales, la gran mayoría adoptó políticas comerciales adecuadas, reduciendo su exposición a factores hídricos. Además, las compañías han ido desarrollando nuevos proyectos que van enfocados en contar con mejores suministros de insumos- mejores contratos con

proveedores e inversión en plantas gasificadoras- y diversificar la matriz energética.

Ahora bien, con el paso de los años tanto las compañías generadoras como el regulador han desarrollado mejores políticas de tarificación -para los clientes regulados y para los libres- que han reducido la exposición de las empresas a cambios en los costos productivos. En términos generales la industria ha ido mejorando su *pass-through*<sup>1</sup>, lo cual ha incentivado el desarrollo de proyectos de expansión de las operaciones, principalmente de las generadoras y en menor medida de las transmisoras.

Por otra parte, cabe destacar que el desarrollo de industria eléctrica está muy condicionado al crecimiento económico (en un mayor grado) y al crecimiento de la población (en menor grado), ahora bien, Chile tiene la particularidad de ser un país en vías de desarrollo, del cual se espera que viva un proceso de expansión económica. Fuentes gubernamentales señalan que Chile en 10 años duplicará el nivel de energía utilizado.

Además, a nivel internacional, Latinoamérica es el continente que vivirá la mayor expansión de la industria, asociado al desarrollo que está teniendo la región.



<sup>1</sup> Pass-through: Traspaso de variaciones de costo desde productor hacia consumidor final. Esto le permite a las empresas mantener márgenes estables a lo largo del tiempo.



# Informe Sectorial: Sector Eléctrico

## Sistema Interconectado del Norte Grande (SING)

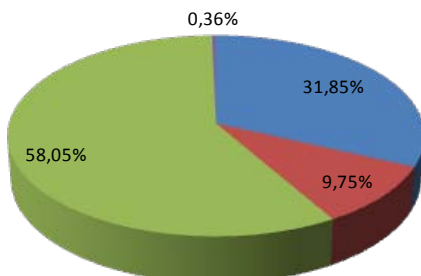


Fuente: Anuario 2009 CDEC SING

Este sistema interconectado abarca las 3 regiones ubicadas al norte de Chile -XV, I y II-, esta zona del país es la que concentra los principales yacimientos mineros.

El SING concentra aproximadamente el 24% de la energía eléctrica producida en Chile. Dada las características geográficas, la producción basada en fuentes hidrológicas es casi inexistente, por ende, se debe producir la mayor parte de la energía a través de la utilización de combustibles fósiles y carbón.

### Matriz Energética de la Capacidad Instalada



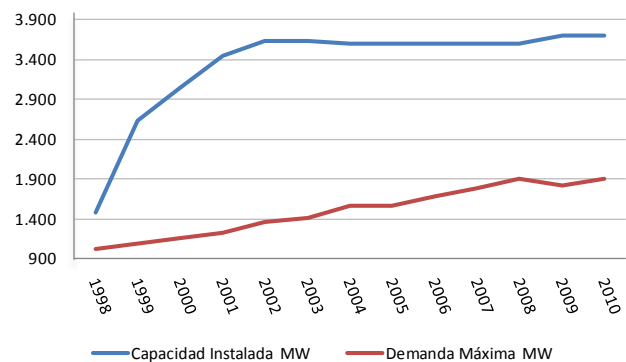
- Carbon + Petcoke
- Diesel + Fuel Oil
- Gas Natural
- Hidro

Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

Lo anterior, explica que los 2 principales factores que determinan el rendimiento de las empresas pertenecientes al SING sea el crecimiento de la industria minera -por sobre otras industrias y el crecimiento demográfico- y el precio de los combustibles.

Ahora bien, este sistema ha crecido rápido, lo cual ha incentivado la incorporación de nuevas inversiones. Este fuerte desarrollo y crecimiento experimentado a fines del siglo XX ha permitido cubrir con solidez las demandas eléctricas del SING y otorga a las empresas mineras la certeza que la electricidad no será un problema a la hora de extender o crear un nuevo proyecto.

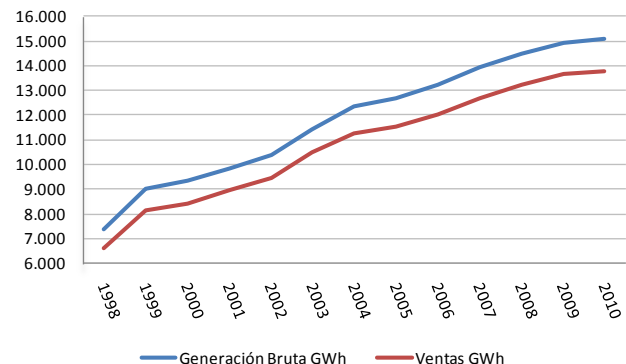
### Evolución de la capacidad instalada y la demanda



Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

Un hecho destacable del SING es que a pesar de contar con una gran capacidad instalada, el nivel de generación va muy de la mano con lo que es demandado.

### Evolución de la capacidad instalada y la demanda



Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

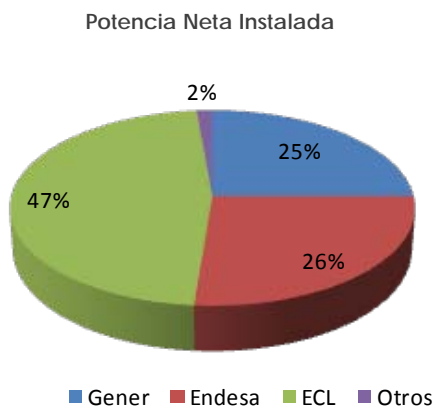
Lo anterior, gracias a que la normativa chilena entrega las herramientas necesarias que permitan operar a aquellas fuentes de generación que poseen menores

## Informe Sectorial: Sector Eléctrico

costos por unidad de energía generada, traspasando estos menores costos a los usuarios finales.

A nivel de empresas generadoras, existe un gran dominante en el SING, esta empresa es ECL (ex Edelnor), que cuenta con cerca de un 47% de la capacidad productiva.

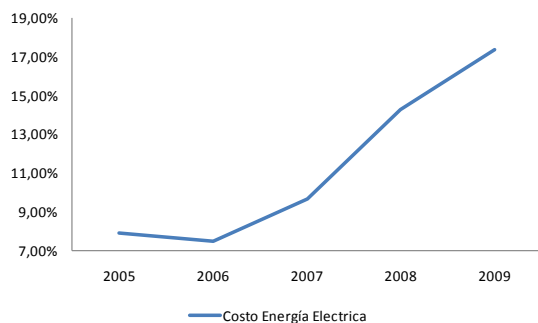
Además, la CNE<sup>2</sup> estima un crecimiento del SING del 6% anual compuesto en el periodo de tiempo 2010 - 2020.



Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

La competencia de las empresas generadoras del SING se enfoca principalmente en la obtención de contratos de suministros a largo plazo con empresas mineras, ya que esto les asegura un alto volumen de ventas y evitan que la competencia les pueda vender electricidad a las mineras. Comúnmente en la asignación de estos contratos, influye el costo marginal de producción -lo que a la larga se traduce en un menor precio- y el nivel de *pass-through* de los costos productivos -asociados principalmente a la variación del costo de los combustibles-.

Estos contratos a largo plazo son importantes, ya que a medida que ha avanzado el tiempo, los costos de energía representan un mayor porcentaje de los costos directos de producción de las empresas mineras.



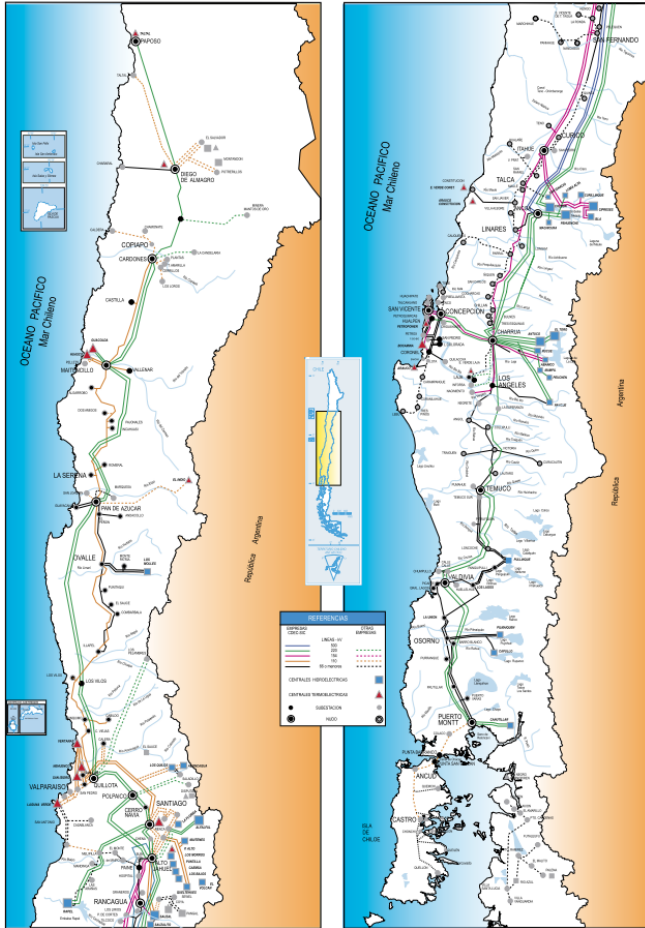
Fuente: Codelco, Estudios EuroAmerica.

<sup>2</sup> Comisión Nacional de Energía.



# Informe Sectorial: Sector Eléctrico

## Sistema Interconectado Central (SIC)

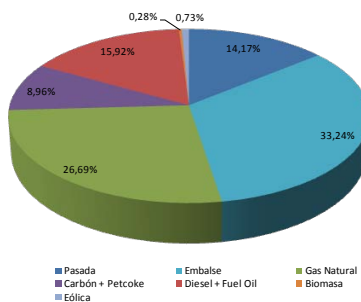


Fuente: Anuario 2002 CDEC SIC

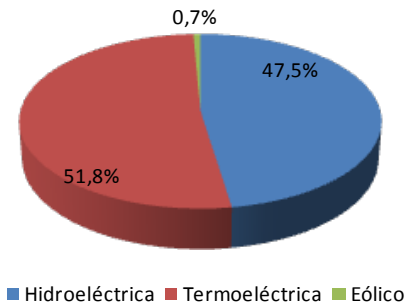
Este sistema interconectado provee de energía al territorio ubicado entre la ciudad de Tal-Tal y la isla grande de Chiloé.

El SIC concentra aproximadamente el 75% de la energía eléctrica producida en el país. Este sistema eléctrico cuenta con variadas fuentes energéticas, permitiendo la existencia de una mayor diversificación de la matriz energética.

### Matriz Energética de la Capacidad Instalada



Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

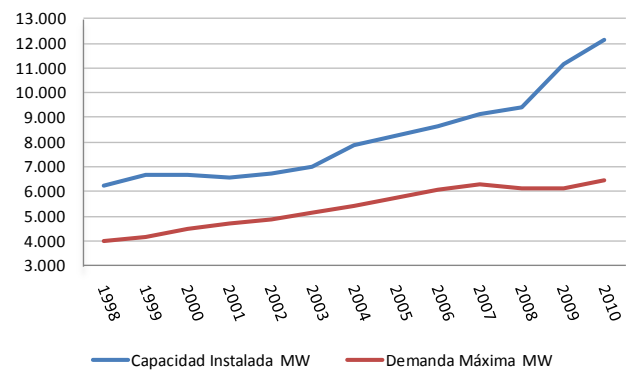


Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

Este sistema interconectado se encuentra expuesto tanto a los riesgos hidrológicos -principalmente sequía-, como a las variaciones -alzas- en el precio de los combustibles. Cabe que señalar, que por razones de costos productivos es más conveniente operar centrales hidroeléctricas que centrales termoeléctricas, por ende una sequía, implicará un aumento en los costos productivos y una posible escasez de energía, ya que las centrales térmicas no alcanzan a satisfacer el total de la demanda del SIC.

Lo anterior, explica que los 3 principales factores que determinan el rendimiento de las empresas pertenecientes al SIC sean las condiciones hidrológicas de la zona centro sur del país, el precio de los combustibles, el desarrollo demográfico-económico de las regiones que son cubiertas por el SIC y la capacidad de establecer una política de contratos adecuada a su mix productivo y capacidad instalada.

### Evolución de la capacidad instalada y la demanda

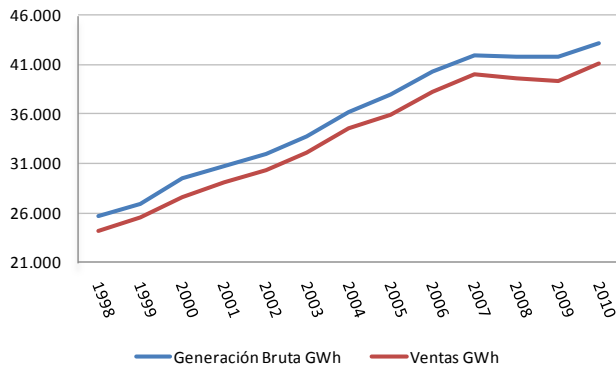


Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.



## Informe Sectorial: Sector Eléctrico

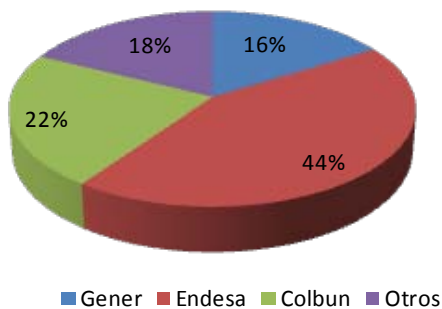
Evolución de la capacidad instalada y la demanda



Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

A nivel de empresas generadoras, existe un gran dominante en el SIC, que es ENDESA, la que cuenta con cerca de un 44% de la capacidad productiva.

Potencia Neta Instalada



Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

La competencia de las empresas generadoras del SIC se enfoca principalmente en contar con plantas generadoras que posean el menor costo marginal posible, ya que mientras más bajo sea el este costo, mayor será el margen de una empresa y tendrá, por ende, mayores posibilidades de participar de los distintos periodos de licitación. Además, cada empresa debe contar con generadoras térmicas, ya que así reducirán su exposición al riesgo hidrico.

Para el SIC existen estimaciones gubernamentales que indican que este sistema crecerá un 8,1% durante este año.

### Efectos de la sequía

De manera cíclica Chile ha vivido épocas de sequías, las cuales han impactado la agricultura, la ganadería y, por supuesto la generación de energía.

Este análisis se hará en base a las consecuencias que la sequía provoca en la generación de energía eléctrica.

Los últimos 3 periodos de sequía que ha vivido Chile - año 1998-1999, año 2007-2008 y año 2010-2011-, han estado marcados por un contexto muy particular.

Durante la sequía del año 1998-1999 la matriz energética del SIC tenía dos fuentes principales, el gas proveniente de Argentina y las fuentes hidricas. Esta concentración generaba una fuerte exposición de la matriz energética al gas argentino. Lamentablemente, las autoridades trasandinas decidieron acotar y posteriormente cortar el suministro del hidrocarburo a Chile, lo cual dejaba a la mayor parte de la capacidad instalada sin sus fuentes productivas. A la larga, existieron apagones programados, derivados de una estrechez energética inédita en el país. Esto incentivó a desarrollar políticas públicas e impulsó a las empresas generadoras a adoptar un mix productivo más diversificado, para así evitar que ocurriese nuevamente esta situación.

En los años 2007-2008 Chile vivió nuevamente una sequía, la cual afectó principalmente a la agricultura y la ganadería. En ese entonces, Chile ya había diversificado mucho mas su mix energético, se "independizó" del gas argentino y ya estaban en marcha proyectos que buscaban aumentar el *pull* de insumos que contaba el país, como por ejemplo la planta de GNL Quintero. Cabe destacar que la intensidad y extensión de esta sequía fue de menor impacto que la ocurrida en el periodo 1998-1999. Es por ello que el precio de la energía subió, debido a que los costos productivos eran mayores -recordar que la generación hidrica es la que brinda menores costos-, pero en ningún momento existieron apagones ni razonamiento.

Durante gran parte del año 2010 y lo que llevamos de 2011, la zona centro-sur del país se ha visto afectada por una sequía derivada del fenómeno de La Niña. Este fenómeno se caracteriza por provocar una disminución de temperatura del mar, lo cual genera una disminución de las precipitaciones. Si bien es cierto actualmente el mix energético es el más diversificado de la historia, existe el inconveniente de que la demanda es lo suficientemente grande como para requerir la existencia de generación hidrica, ya que si las termoelectricas produjeran al 100%, podrían existir problemas en la transmisión de la energía, dado que algunos nudos podrían colapsar.

Esta sequía ha provocado que el nivel de los embalses haya disminuido significativamente respecto al año y mes anterior (comparativamente hablando).

Ahora presentaremos datos de los principales embalses del SIC.

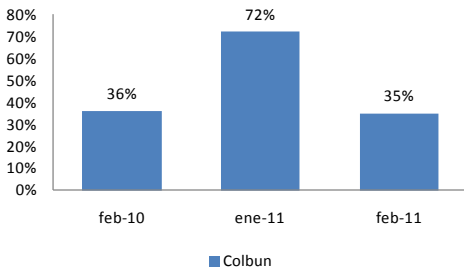


# Informe Sectorial: Sector Eléctrico

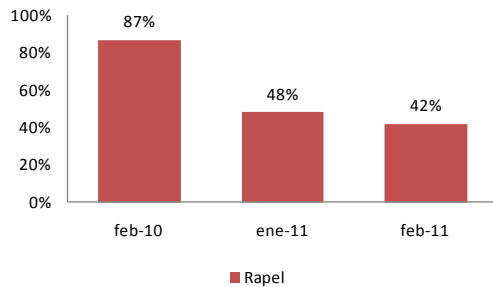
Energía almacenada a comienzos de mes (GWh)			
Principales Embalses	feb-10	ene-11	feb-11
Colbun	132	263	128
Rapel	74	41	35
La Invernada	127	14	2
Laja	2.880	1.836	1.681
Chapo	328	91	79
Ralco	369	317	266

Fuente: Systec, Estudios EuroAmerica.

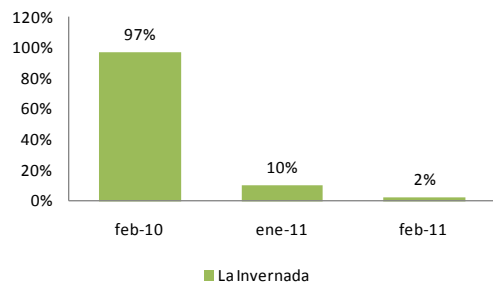
## Porcentaje de la capacidad máxima de almacenamiento del embalse.



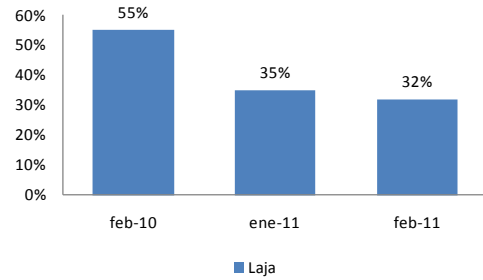
Fuente: Systec, Estudios EuroAmerica.



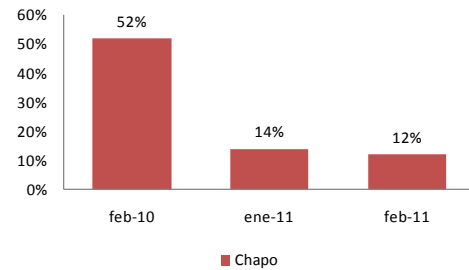
Fuente: Systec, Estudios EuroAmerica.



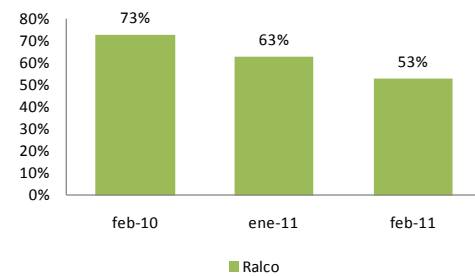
Fuente: Systec, Estudios EuroAmerica.



Fuente: Systec, Estudios EuroAmerica.



Fuente: Systec, Estudios EuroAmerica.



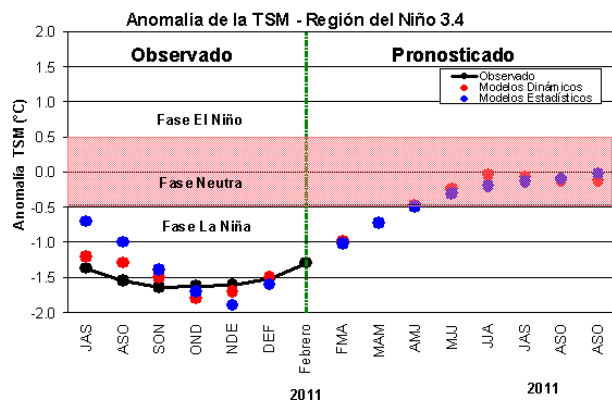
Fuente: Systec, Estudios EuroAmerica.

Esta disminución de los embalses generará un aumento en los costos productivos, los cuales a la larga se transformarán en mayores precios para los usuarios finales y en menores márgenes para las empresas generadoras.

## Informe Sectorial: Sector Eléctrico

### Nuestras expectativas

Según nuestras proyecciones, las condiciones hidrológicas debiesen mejorar con el transcurso de los meses, específicamente creemos que el año hidrológico se trasladará hacia fines de junio. Es decir, creemos que a contar del mes de junio comenzaría un periodo de lluvias calificadas como "año normal", con lo cual, la sequía quedaría superada.



Fuente: Dirección Meteorológica de Chile

Como se puede apreciar en la gráfica anterior, la temperatura del mar ha ido aumentando conforme avanza este año 2011 -específicamente desde mediados de febrero-, lo que respalda nuestras expectativas de lluvias normales para este invierno, lo que dejaría atrás definitivamente el fenómeno de La Niña. Si bien existen organismos internacionales que respaldan nuestra postura -NOAA (National Oceanic and Atmospheric Administration)- nosotros basamos nuestro análisis en lo que consideramos el organismo meteorológico que otorga la información más fidedigna y actualizada de la realidad local, como es la Dirección Meteorológica de Chile (dependiente de la Dirección de Aeronáutica Civil).

## Análisis de las empresas del sector con cotización bursátil

### ENDESA S.A.

#### Descripción:

Endesa S.A. es la filial latinoamericana del holding energético liderado por ENEL, concretamente Endesa cuenta con operaciones de generación eléctrica en Chile, Argentina, Colombia y Perú. Endesa cuenta con presencia en los principales sistemas interconectados de los países mencionados anteriormente. A nivel nacional se destaca su participación en el SIC, donde es el principal actor, contando con cerca del 44% de la capacidad instalada, la cual está diversificada tanto en fuentes termoeléctricas como hidroeléctricas. Por otro lado, cuenta con participación en la planta GNL Quintero, lo que le otorga derechos preferentes a la hora de comprar gas.

#### Principales indicadores contables:

Balance General (\$ MM)	2009	2010
<b>Activos</b>		
Activo Corriente	942.361	793.027
Activo no corriente	5.226.991	5.241.845
<b>Total Activos</b>	<b>6.169.352</b>	<b>6.034.872</b>

Pasivos	2009	2010
Pasivo Corriente	981.102	960.990
Pasivo No Corriente	2.233.249	1.969.055
Patrimonio	2.955.002	3.104.827
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>6.169.353</b>	<b>6.034.872</b>

Estado de Resultados (\$ MM)	2008	2009	2010
Ingresos	2.536.388	2.418.919	2.435.382
Resultado Operacional	874.164	1.016.931	890.724
<b>Utilidad Neta (Controladora)</b>	<b>433.177</b>	<b>627.053</b>	<b>533.556</b>

Indicadores Financieros	2008	2009	2010
Margen Operacional	34,5%	42,0%	36,6%
Margen Neto	17,1%	25,9%	21,9%

#### Ratios Financieros

P/U	12,90
B/L	2,95
V. Libro Adj.	284,76
Free Float (%)	40,02

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros, Bolsa de Comercio de Santiago, Estudios EuroAmerica.

#### Principales Drivers:

- La presencia en distintos países de Latinoamérica le permiten a Endesa diversificar los riesgos asociados a factores climáticos -por ejemplo el año 2010 Chile

sufrió sequía, en cambio Colombia tuvo abundantes lluvias-.

- Enel presentó su plan global de inversión y reveló que el mayor crecimiento en las inversiones será en Latinoamérica. Esto va de la mano con las estimaciones de que la demanda eléctrica en Latinoamérica será la que más crezca a nivel global.
- Endesa posee una política comercial mucho más conservadora que antaño, lo que reduce la exposición de la compañía ante escenarios desfavorables -como lo es un alza en los combustibles o una sequía-.

#### Nuestras Impresiones:

*Nuestras proyecciones son muy favorables.*

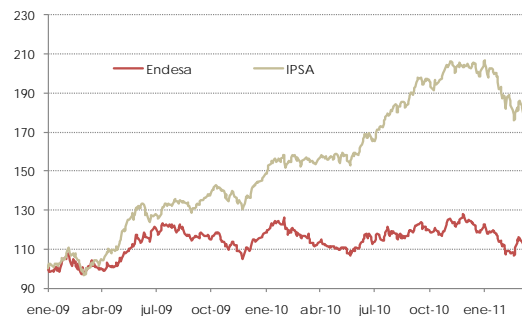
Creemos que Endesa irá adquiriendo una mayor solidez a medida que vaya concretando sus proyectos de expansión. Por otro lado, Endesa posee una importante solidez financiera, cuenta con el respaldo de un importante holding energético.

A nivel operacional, estimamos que el próximo gobierno argentino brindará mejores condiciones -por ejemplo una normativa clara- u otorgará una serie de incentivos a las empresas generadoras, ya que los trasandinos se encuentran produciendo literalmente "a su máxima capacidad" y si no hay expansión en el campo energético, la economía se estancaría.

Tanto en Perú como Colombia, la compañía irá asentando su posición.

En Chile, la compañía continuará siendo el líder del SIC y gracias al plan de inversiones que posee, Endesa irá minimizando los riesgos asociados a factores climáticos y poseerá un mix energético más eficiente que el actual.

Evolución precios Endesa e IPSA (base 100)



Fuente: Estudios EuroAmerica, Bloomberg

## Informe Sectorial: Sector Eléctrico

### COLBÚN S.A.

#### Descripción:

Colbún S.A. es una empresa de generación eléctrica liderada por el grupo Matte -con un 49% de participación- y el grupo Angelini -con un 10% de participación-. Colbún actualmente cuenta con operaciones en el SIC, siendo el segundo actor dentro de este sistema. Su mix energético se caracteriza por estar diversificado tanto en generadoras hidroeléctricas -52% aproximadamente- y generadoras termoeléctricas -48% aproximadamente-. Esta compañía actualmente cuenta con tres proyectos que buscan aumentar su capacidad productiva y contar con un mix energético más diversificado y óptimo.

#### Principales indicadores contables:

Balance General (US\$ M)	2009	2010
<b>Activos</b>		
Activo Corriente	969.024	1.088.849
Activo no corriente	4.471.479	4.675.033
<b>Total Activos</b>	<b>5.440.503</b>	<b>5.763.882</b>

Pasivos		
Pasivo Corriente	318.934	334.022
Pasivo No Corriente	1.676.720	1.926.944
Patrimonio	3.444.849	3.502.916
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>5.440.503</b>	<b>5.763.882</b>

Estado de Resultados (US\$ MM)	2008	2009	2010
Ingresos	1.345,7	1.159,3	1.024,3
Resultado Operacional	119,0	214,8	207,1
Utilidad Neta (Controladora)	63,8	234,4	112,3

Indicadores Financieros	2008	2009	2010
Margen Operacional	8,8%	18,5%	20,2%
Margen Neto	4,7%	20,2%	11,0%

Ratios Financieros	
P/U	41,45
B/L	1,33
V. Libro Adj.	93,46

Free Float (%) 50,64

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros, Bolsa de Comercio de Santiago, Estudios EuroAmerica.

#### Principales Drivers:

- Colbún ha ido reestructurando con el tiempo su política de contratación. Ya que en el año 2007, la compañía sufrió un revés importante, ya que el nivel de contratación fue alto y el nivel de generación de la compañía alcanzó a cubrir cerca del 45% de

los compromisos, lo que obligó a Colbún a tener que comprar a la competencia la energía restante a un precio elevado, lo cual mermó sus márgenes. Cabe destacar que el gas argentino era el principal combustible que utilizaban, por ende el corte sufrido el 2007 golpeó fuertemente las operaciones de la compañía.

- Colbún tiene un nivel de exposición al riesgo hidrológico mayor que sus competidores del SIC, por ello el desarrollo de contratos de suministros de gas -GNL- y la construcción de nuevas plantas a carbón, han ayudado a la compañía a minimizar la exposición a este riesgo.

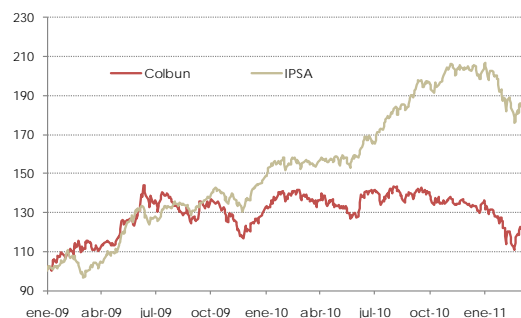
#### Nuestras Impresiones:

*Nuestras proyecciones son favorables en el largo plazo y más conservadoras en el corto plazo (principalmente en lo referente a resultados corporativos).*

Según nuestros análisis, Colbún se encuentra en una etapa de transición, en la cual está buscando ampliar su mix energético -para que éste sea más competitivo- y adecuar su política comercial. Un escenario de sequía continuaría golpeando los márgenes de la empresa, dado que con el nivel de compromisos comerciales que posee no alcanzarían a ser cubiertos, lo cual obligará a Colbún a comprar energía a un precio mucho más alto, lo que repercutirá en una reducción de sus márgenes. Lo anterior, en entendido que esta será una situación de corto plazo.

Nuestras perspectivas es que la Colbún se encontrará hasta el año 2012 en esta fase de transición, esperando que a contar de ese momento, se adopte una política de contratación más conservadora, que evite que Colbún deba comprar energía a sus competidores. Debemos destacar que lo anterior es en lo referente a resultados corporativos. Sin embargo consideramos que esta es una interesante alternativa de inversión, basados en nuestras perspectivas de mejora en la condición hídrica del país (hidrología normal).

Evolución precios Colbún e IPSA (base 100)



Fuente: Estudios EuroAmerica, Bloomberg

## Informe Sectorial: Sector Eléctrico

### AES GENER S.A.

#### Descripción:

AES GENER S.A. es una filial de AES –holding energético con presencia a nivel global-, empresa de generación eléctrica que cuenta con operaciones en Chile, Argentina, Colombia. Gener se destaca por el desarrollo que poseen en la generación termoeléctrica. A nivel nacional se destaca su participación en el SIC y SING. En el SING esta compañía ha ido ganando terreno con respecto a E.CL –líder del SING-, ya que ha logrado contratos a largo plazo con compañías mineras que antes eran alimentadas por E.CL, además cuenta con un buen desarrollo de la cadena de suministros, lo que garantiza la normal operación de las plantas. En el SIC Gener es el tercer actor, pero su importancia radica en que cuenta con plantas Termoeléctricas –ubicadas en lugares cercanos a las grandes ciudades, lo que reduce las pérdidas por transmisión- que permiten compensar al sistema en caso de sequías.

#### Principales indicadores contables:

Balance General (US\$ M)	2009	2010
<b>Activos</b>		
Activo Corriente	1.002.166	1.085.655
Activo no corriente	4.421.907	4.571.498
<b>Total Activos</b>	<b>5.424.073</b>	<b>5.657.153</b>
<b>Pasivos</b>		
Pasivo Corriente	556.818	499.455
Pasivo No Corriente	2.264.757	2.608.748
Patrimonio	2.593.766	2.548.863
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>5.424.073</b>	<b>5.657.153</b>

Estado de Resultados (US\$ M)	2008	2009	2010
Ingresos	1.857.912	1.653.420	1.802.049
Resultado Operacional	370.583	487.933	433.171
Utilidad Neta (Controladora)	34.103	327.937	169.772

Indicadores Financieros	2008	2009	2010
Margen Operacional	19,9%	29,5%	24,0%
Margen Neto	1,8%	19,8%	9,4%

Ratios Financieros	
P/U	25,65
B/L	1,75
V. Libro Adj.	144,34

Free Float (%) 29,33

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros, Bolsa de Comercio de Santiago, Estudios EuroAmerica.

#### Principales Drivers:

- La presencia en distintos países de Latinoamérica, le permiten a Gener contar con un portfolio más diversificado, lo cual brinda mayor estabilidad en sus flujos.
- Dado el mix energético que posee Gener, está menos expuesto a los riesgos hídricos de cada país.
- Gener este año inaugurará 3 nuevas plantas a carbón que aportaran cerca de 518 MW al SING y 270 MW al SIC. Estas plantas son de última tecnología y se espera que mejore los rendimientos de Gener.

#### Nuestras Impresiones:

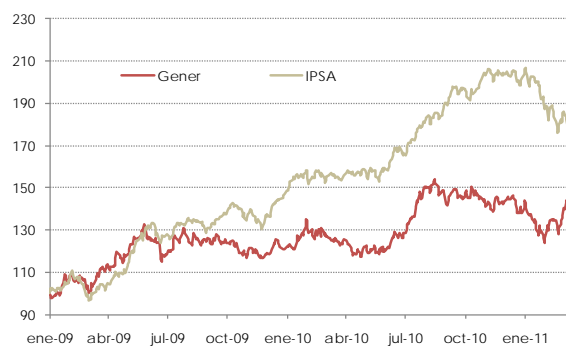
*Nuestras proyecciones son favorables.*

Según nuestros análisis, Gener ha ido adoptando una estrategia de crecimiento y desarrollo, acorde con sus propias ventajas competitivas, buscando apoyarse fuertemente en la energía termoeléctrica sin desaprovechar las ventajas económicas que entrega la energía hidroeléctrica, desarrollando principalmente plantas a carbón y gas natural – estos combustibles generan energía más barato que los derivados del petróleo-.

Gener busca desarrollar plantas eficientes, que le entreguen menores costos, para así aumentar los márgenes, estableciendo además políticas de contratación a largo plazo.

Finalmente esta compañía posee una importante holgura financiera y su calidad crediticia fue mejorada.

Evolución precios Gener e IPSA (base 100)



Fuente: Estudios EuroAmerica, Bloomberg



## Informe Sectorial: Sector Eléctrico

### E.CL S.A.

#### Descripción:

E.CL S.A. es una empresa de generación eléctrica controlada por el grupo GDF Suez. Gener actualmente cuenta con operaciones en el SING, siendo el líder dentro de este sistema, contando con cerca del 49% de la capacidad instalada. Su mix energético se caracteriza por estar concentrado en la generación termoeléctrica. El principal cliente de E.CL son empresas ligadas a la minería, las cuales establecen contratos a largo plazo, lo cual le permite contar con flujos de ingresos por un largo periodo de tiempo y evita que la competencia pueda suministrar a dichas empresas. Esta compañía actualmente cuenta con dos proyectos, que buscan aumentar su capacidad productiva.

#### Principales indicadores contables:

Balance General (US\$ M)	2009	2010
<b>Activos</b>		
Activo Corriente	552.576	668.483
Activo no corriente	2.047.620	2.135.448
<b>Total Activos</b>	<b>2.600.196</b>	<b>2.803.931</b>

<b>Pasivos</b>		
Pasivo Corriente	227.933	348.355
Pasivo No Corriente	871.607	834.625
Patrimonio	1.500.656	1.620.951
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2.600.196</b>	<b>2.803.931</b>

Estado de Resultados (US\$ M)	2009	2010
Ingresos	427.746	1.121.077
Resultado Operacional	122.426	276.486
<b>Utilidad Neta (Controladora)</b>	<b>97.195</b>	<b>200.239</b>

Indicadores Financieros	2009	2010
Margen Operacional	28,6%	24,7%
Margen Neto	22,7%	17,9%

Ratios Financieros	
P/U	13,23

B/L	1,63
-----	------

V. Libro Adj.	718,83
---------------	--------

Free Float (%)	47,60
----------------	-------

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros, Bolsa de Comercio de Santiago, Estudios EuroAmerica.

#### Principales Drivers:

- E.CL 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).

- 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.
- E.CL está expuesto a los riesgos asociados con el suministro de gas 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.

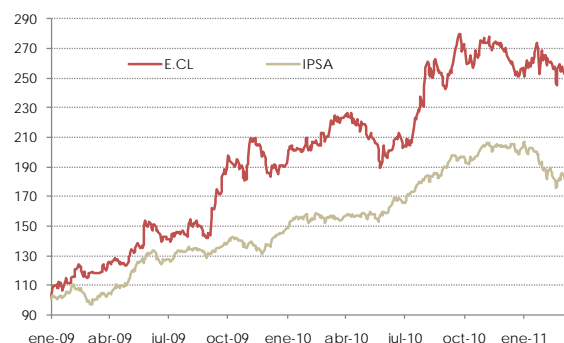
#### Nuestras Impresiones:

*Nuestras proyecciones son favorables.*

Creemos que E.CL tiene buenas perspectivas, ya que ha desarrollado una política de contratación más eficiente, la cual traspasa la mayor parte de los costos productivos a sus clientes, lo cual brinda a la compañía flujos mucho más estables. Ahora bien, creemos que la principal amenaza de E.CL es que este no sea capaz de renovar e incorporar nuevos contratos a largo plazo con las mineras, ya que esto se traducirá en menores ventas y flujos de caja mucho más variables y que E.CL no contará con esa demanda por un extenso periodo de tiempo.

Ahora bien, dado el *know-how* de la compañía, el crecimiento esperado de la minería, el desarrollo de proyectos que harán que la generación de E.CL sea más eficiente y que cuentan con ciertas ventajas relativas a la hora de negociar los contratos, hacen que nuestras proyecciones sean favorables con respecto a esta compañía.

Evolución precios E.CL e IPSA (base 100)



Fuente: Estudios EuroAmerica, Bloomberg



## Informe Sectorial: Sector Eléctrico

### ENERSIS S.A.

Enerjis S.A. es la filial latinoamericana del holding energético liderado por ENEL, concretamente Enerjis cuenta con operaciones de distribución eléctrica en Chile, Argentina, Brasil, Colombia y Perú. Dentro de las principales características de Enerjis, es que este es el dueño del 60% de Endesa, con lo cual recibe flujos tanto de la generación como distribución.

Por otra parte Enerjis consolida los flujos generados por las empresas generadoras brasileñas que posee Endesa.

El giro de la distribución se caracteriza por brindar estar muy bien regulado –salvo Argentina–, lo cual asegura zonas de concesión y niveles de precios, los cuales se basan en normativas que buscan incentivar y garantizar la inversión. Lo cual a la larga le permite a Enerjis contar con flujos de caja con baja volatilidad.

### Principales indicadores contables:

Balance General (\$ MM)	2009	2010
<b>Activos</b>		
Activo Corriente	2.571.456	2.338.268
Activo no corriente	10.638.685	10.667.577
<b>Total Activos</b>	<b>13.210.141</b>	<b>13.005.845</b>
<b>Pasivos</b>		
Pasivo Corriente	2.195.388	2.407.277
Pasivo No Corriente	4.637.749	4.084.540
Patrimonio	6.377.004	6.514.028
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>13.210.141</b>	<b>13.005.845</b>

Estado de Resultados (\$ MM)	2008	2009	2010
Ingresos	6.579.945	6.472.056	6.563.581
Resultado Operacional	1.863.651	1.927.445	1.704.301
<b>Utilidad Neta (Controladora)</b>	<b>507.590</b>	<b>660.231</b>	<b>486.227</b>

Indicadores Financieros	2008	2009	2010
Margen Operacional	28,3%	29,8%	26,0%
Margen Neto	7,7%	10,2%	7,4%

Ratios Financieros	
P/U	12,63
B/L	1,66
V. Libro Adj.	113,41
Free Float (%)	39,38

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros, Bolsa de Comercio de Santiago, Estudios EuroAmerica.

### Principales Drivers:

- Enerjis opera en una industria –distribución de electricidad– con fuertes marcos regulatorios, que entregan las garantías necesarias para desempeñar de buena forma el negocio en el largo plazo.

- Enerjis es el principal inversionista uno de los grupos generadores más grandes de Sudamérica –Endesa–.
- Por otro lado, Enerjis consolida a todas las operaciones del grupo Endesa que opera en Brasil. Se espera que la demanda eléctrica de este país crezca, impulsado por el crecimiento de la economía carioca.
- Enel, en su plan de inversiones global, señaló que Latinoamérica será el destino en el cual aumentarían en un mayor porcentaje su inversión.

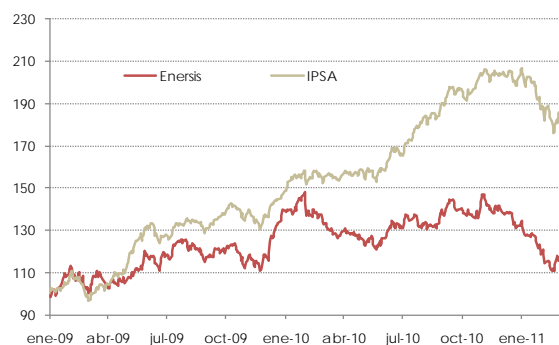
### Nuestras Impresiones:

*Nuestras proyecciones son favorables.*

Creemos que Enerjis poseen una sólida posición, tanto a nivel operacional como financiero. Por otro lado, Enerjis cuenta con el respaldo de un importante holding energético.

A nivel operacional, estimamos que la compañía tendrá un sólido desempeño a nivel sudamericano, ya que las normativas son bastante claras y entregan los incentivos necesarios para desarrollar el negocio al largo plazo. Un caso distinto es Argentina, donde la normativa no es muy clara pero dada las condiciones de generación y distribución eléctrica que debe asumir el nuevo gobierno, creemos que se otorgaran nuevos incentivos y mejores condiciones.

**Evolución precios Enerjis e IPSA (base 100)**



Fuente: Estudios EuroAmerica, Bloomberg

## Conclusiones

---

El sector eléctrico durante los últimos dos años en Chile mostró menores rendimientos bursátiles respecto al principal índice del mercado -IPSA-, explicado por los menores márgenes obtenidos por las distintas generadoras, asociados a un periodo de sequía y un aumento sostenido en el precio de los combustibles.

Este rezago en el crecimiento de las eléctricas también ha sido gatillado por efectos propios de la economía, ya que a mediados-finales del año 2008 hubo un periodo de recesión económica, lo cual afectó el desempeño de estas empresas, ya que estas mejoran sus resultados cuando crece la economía y crecen en menor medida cuando hay un crecimiento demográfico.

Las empresas del sector han destinado muchos recursos en nuevas inversiones, buscando no sólo aumentar las fuentes generadoras, sino que también efectuaron mejoras en las actuales instalaciones, haciendo que éstas sean más eficientes. Cabe destacar que el desempeño de las empresas generadoras mejora cuando estas disminuyen sus costos productivos, ya que tanto la demanda como el precio suelen ser estables a lo largo del tiempo -la determinación del precio depende de un polinomio de factores que incorpora datos macroeconómicos relevantes para el negocio-.

Las compañías han ido adoptando políticas de contratación más conservadoras, han tomado medidas que buscan mitigar los efectos de condiciones ambientales y macroeconómicas desfavorables -tales como diversificar su mix energético, tener contratos de ventas con mejores *pass-through*-.

A esto hay que agregar que nuestras proyecciones revelan mejores condiciones hídricas para Chile. **Esperamos que el fenómeno de La Niña desaparezca a mediados de junio, para posteriormente pasar a un año con hidrología normal, lo cual aliviará al país de los problemas que se originan de una sequía.**

Mirando a futuro, nuestras expectativas son positivas para la industria en general, ya que tanto las condiciones macroeconómicas, como el desarrollo de industrias a nivel sudamericano y local, además del potencial de crecimiento de la región y, particularmente de Chile, hacen que la industria eléctrica -a nivel de distribución y generación- sea atractiva. Por otro lado, y con el paso del tiempo, las empresas han ido mejorando sus operaciones, sus políticas de contratación, la forma con la cual

determinan el mix productivo y la toma de decisiones a largo plazo.

A nuestro juicio, la principal virtud de esta industria es que ha podido minimizar los impactos de la sequía tanto en los márgenes como en su desarrollo productivo, con lo cual tanto la industria eléctrica como la economía en general han ido fortaleciendo su posición al encontrarse menos expuesto a riesgos hídricos. Sumado a esto, los planes presentados por la industria revelan que hay una preocupación por contar con diversas fuentes de suministros, buscando asegurar el cumplimiento de los compromisos establecidos, como también poder enfrentar la demanda bajo diversos escenarios.

**En definitiva y a nivel de recomendaciones, creemos que este sector en general presenta favorables perspectivas futuras. Particularmente nuestra recomendación apunta a aumentar la exposición en títulos como Endesa, Colbún y Enersis.** Esto no significa que otros títulos del sector sean menos atractivos, sino que los *up-side* esperados de nuestros favoritos deberían ser de mayor impacto en el mediano plazo.

## Departamento de Estudios EuroAmerica

**Ximena García 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)

**Jorge Sepúlveda V.**  
Analista de Estudios  
[jsepulvedav@euroamerica.cl](mailto:jsepulvedav@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.