

Colbún

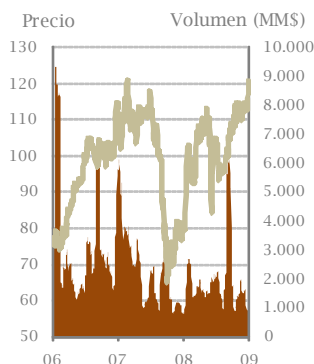
08 de Mayo de 2009

William Baeza L.
wbaeza@euroamerica.cl

Recomendación:	Comprar
Precio Objetivo	\$145
Ultimo Precio:	\$121
Riesgo Inversión:	Alto
Sector:	Eléctrico
Ticker Bloomberg:	COLBUN CI

Colbún es una de las principales compañías de generación del Sistema Interconectado Central, aportando 25,1% del total de la generación de dicho sistema durante 2008. El aporte a la generación de Colbún por tipo de central en el mismo período fue 64,2% hidro y 35,8% térmico.

Depempeño Acción



Últimos 12 meses

Rentabilidad	50,0%
Máximo	\$ 123
Mínimo	\$ 80
UPA	\$ 1,61
P/U	78,3 x
EV/Ebitda	15,4 x
P/VL	1,3 x
Dividend Yield	0%

Vocación por el riesgo

Hemos reiniciado la cobertura de Colbún, con recomendación de **Comprar** y fijando un **precio objetivo a fines de 2009 de \$145 por acción**, lo cual representa un *upside* de 20,6% en relación al precio actual. Aunque en el corto plazo las perspectivas de generación lucen estrechas por la ausencia de lluvias y las fallas recurrentes en las unidades Nehuenco I y II, el vencimiento de contratos de suministro por casi 4.000 GWh hacia fines de 2009, junto a los cambios que ha logrado en las condiciones de precio e indexación con algunos de sus clientes, le entrega cierto grado de flexibilidad a la compañía. Además, el plan de reestructuración financiero que llevó a cabo durante 2008, le permite a Colbún contar con holguras financieras para enfrentar requerimientos operativos y de su plan de inversiones. En este último punto, destaca la adición de nueva capacidad de generación: la central de pasada San Clemente (6 MW), las de embalse San Pedro (144 MW) y Angostura (309 MW), así como la central térmica a carbón Santa María (350 MW). No hemos incluido en nuestra valoración el proyecto HidroAysén, el cual sería reingresado a trámite ambiental durante la segunda mitad de este año. Si se rechazara el estudio de impacto ambiental de HidroAysén, ello no afectaría nuestra valoración; mientras que si se aprueba, afectaría al alza de manera significativa nuestro precio objetivo, del orden de un 32% (\$191).

Rentabilidad

Márgenes volátiles y bajo presión. Hasta fines de 2004, Colbún mostró muy buenos resultados, gracias al aporte de sus centrales de ciclo combinado. En efecto, durante ese mismo año, el aporte de las centrales que utilizaban gas natural argentino alcanzó 49,2% de la generación total de la compañía. El margen EBITDA sobrepasaba con facilidad el 50% e incluso durante 2001 y 2003 promedió casi 60%. Los cortes de gas, imprimieron algo de volatilidad en los márgenes de Colbún, que se recuperaron transitoriamente durante 2006 debido al importante aporte hidroeléctrico (70,8% de la generación total) y la disponibilidad parcial de gas para generación. Sin embargo, en 2007, la severidad de las restricciones de gas se incrementó, llevando prácticamente a cero la disponibilidad de dicho combustible. A lo anterior se sumó una escasez histórica de precipitaciones, que se reflejó en una drástica caída de la energía embalsada en el lago Chapo y, en menor medida, en el embalse Colbún. Por último, al delicado cuadro anterior se sumó un alza sostenida en el precio de los combustibles para generación, impactando los costos marginales. De tal manera, para cumplir los contratos de suministro Colbún tuvo que recurrir a compras en el mercado *spot*, con lo cual la compañía mostró 4 trimestres consecutivos con pérdidas entre 2007 y 2008.

Indicadores Financieros

Promedio últimos 3 años

Crecimiento

Ingresos	43,1%
Ebitda	-0,4%
Utilidad	-23,6%
UPA	-23,4%

Proyecciones

Precio objetivo	\$ 145
P/U '09E	42,8 x
EV/Ebitda '09E	13,4 x

Datos al 07/Mayo/'09

Valor	Colbún	Sector
P/U	78,3x	23,7x
EV/Ebitda	15,4x	16,2x
P/VL	1,3x	2,3x
P/Ventas	0,9x	2,6x

En la actualidad, la falta de precipitaciones y las fallas reiteradas de las unidades Nehuenco I y II están colocando algo de presión sobre los resultados de Colbún, con lo cual la volatilidad en los resultados y márgenes podría continuar en el corto plazo.

Buenas perspectivas de generación de caja hacia delante. Al menos cinco factores permitirán que Colbún vuelva a mostrar positivos resultados. Primero, hacia fines de 2009 vencen compromisos de suministro por 4.000 GWh, lo cual reduce de manera relevante las obligaciones de generación, y compras en el mercado *spot* en caso de déficit, de la compañía. En segundo término, la normalización de las condiciones hidrológicas le daría holguras operativas a la compañía. Tercero, el inicio de operaciones del terminal de GNL Quintero podría dar espacio a una mayor disponibilidad de gas para generación, a precios más atractivos que el diesel. Ello permitiría a Colbún rentabilizar sus unidades de ciclo combinado que hoy prácticamente se remuneran sólo por potencia. En cuarto lugar, y desde una perspectiva de mediano plazo, entraría en operación a fines de 2010 la central térmica a carbón Santa María, de 350 MW de capacidad instalada. Incluso, como es usual en este tipo de iniciativas de inversión, no se descarta que dicha capacidad pueda duplicarse, lo cual afectaría de manera positiva nuestra valoración. En efecto, creemos que hacia delante el mérito en términos de costos de operación de las centrales será: hidroeléctricas, térmicas a carbón, térmicas a gas y térmicas diesel. Con ello, Santa María debería ser despachada como generación base en función de su eficiencia en costos de operación. Finalmente, en las últimas licitaciones de suministro a empresas distribuidoras, Colbún se adjudicó bloques de energía a precios muy por sobre los ofertados por la competencia, lo cual se traduce en ingresos futuros que van más allá de los costos de generación o de desarrollo de centrales en el Sistema Interconectado Central.

En síntesis, aún sin considerar el proyecto HidroAysén, Colbún debería dejar atrás la volatilidad de sus resultados y comenzar a generar importante caja, en la medida que se incorporen al parque de generación las centrales actualmente en construcción.

Crecimiento

Proyectos hidroeléctricos y carboníferos. El plan de inversiones de Colbún contempla la incorporación de la central de pasada San Clemente (6 MW) a fines de 2009; las de embalse San Pedro (144 MW) y Angostura (309 MW), a fines de 2011 y 2012 respectivamente; así como la central térmica a carbón Santa María (350 MW), durante 2010.

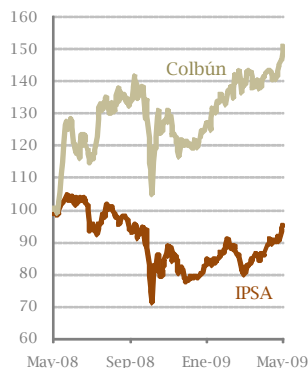
No descartamos que en el caso de este último proyecto se duplique la capacidad instalada, ya que las características de desarrollo de proyectos similares que se han sometido recientemente a Estudio de Impacto Ambiental, han contemplado la construcción en dos fases sucesivas, de unidades de 350 MW en cada una de ellas.

Fallas reiteradas de unidades Nehuenco I y II son un freno al crecimiento y fuente de volatilidad en los resultados. Tras el incendio ocurrido a fines de 2007 en la unidad térmica Nehuenco I, y un proceso de reparación de varios meses, dicha central ha mostrado un bajo grado de disponibilidad, con factores de despacho de 38,3% en el último trimestre de 2008 y de sólo 21,6% en el primero de 2009. A ello se ha sumado la dificultad para alternar entre el uso de gas natural y diesel en la unidad Nehuenco II, que se despachó 62,7% en el 4T08 y solamente 7% en el 1T09. Ambas centrales representan 30,3% de la capacidad instalada de Colbún, por lo cual su disponibilidad para generación es crucial para rentabilizar dichas instalaciones y apoyar el plan de inversiones de la compañía.

Posible uso de GNL para generación. En junio comenzarán las operaciones del terminal de GNL de Quintero, que dadas las condiciones actuales de precio, hacen atractivo a este gas natural como combustible para generación. De tal manera, Colbún podría rentabilizar su parque generador de ciclo combinado ante posibles excedentes de GNL.



Rentabilidad



Rentabilidad

Último mes	5,9%
Año a la fecha	30,0%
Últimos 12 meses	50,0%

Utilidad por acción

UPA 2008	-\$ 3,4
UPA 2009E	\$ 1,6
UPA 20010E	\$ 3,4

Valor

Nuestro modelo de valoración entrega un precio objetivo a diciembre de 2009 de \$145, con un *upside* potencial de 20,6% en relación al precio actual. Este precio objetivo proviene de un modelo de flujo de caja descontado, proyectando flujos en el período 2010-2020 y un crecimiento perpetuo real de 2% desde 2021 en adelante. Nuestra proyección incorpora como elementos fundamentales: (i) crecimiento promedio la generación en el Sistema Interconectado Central de 5,7% anual; (ii) margen Ebitda se situaría en 39,8% en 2009 y 54% en 2010, incrementándose paulatinamente hacia adelante y; (iii) se incorporan 800 MW de capacidad de generación eficiente hacia fines de 2012. Para descontar los flujos, hemos utilizado un WACC de 7,5% real.

Colbún presenta prácticamente los múltiplos más altos del sector eléctrico chileno. Lo anterior se explica de manera fundamental por las reducidas utilidades de los últimos períodos y la dificultad de la compañía para producir resultados operacionales positivos. Actualmente la compañía se está transando a un múltiplo P/U de 78,3x, superior al promedio del sector que alcanza 29,7 veces. Este significativo premio al que se transa Colbún con respecto a sus comparables, estimamos se debería ir reduciendo en el futuro, en la medida que las utilidades vuelvan al dinamismo de los años pre-cortes de gas argentino. No obstante, esta reducción tendría un piso, toda vez que el mercado siga considerando que Colbún es una compañía con sólidas perspectivas de crecimiento. En efecto, una porción de los múltiplos actuales incorporarían las oportunidades de crecimiento de la compañía, que en los próximos 3 años añadiría, en relación a los MW que posee hoy, un 32% de capacidad de generación eficiente. De tal manera, nuestras estimaciones indican que Colbún se transaría a fines de 2009 a un múltiplo precio-utilidad de 42,8x, lo que implica un premio de 149% en relación a la P/U que se espera a diciembre de 2009 para las compañías eléctricas que transan en el mercado local.

Utilidades

Colbún entregó sólidos resultados en el 4T08, pero habría algo de volatilidad en los próximos trimestres. En efecto, en el SIC los costos marginales cayeron 53,7% al comparar el 1T09 con igual período de 2008, cerrando en 130,2 US\$/MW. La generación total en el primer trimestre, alcanzó 10.453 GWh, una contracción de 2,8% anual. Colbún aportó un 18,5% del total, muy inferior a la contribución de 23,4% durante el 1T08. Ello implicó una contracción en la generación de Colbún de 22,9%. Esta notable caída se explica de manera importante por la menor disponibilidad de la centrales Neuquén I y II. Así, los ingresos habrían llegado al 353,0 millones de dólares en el 1T09, con una caída de 15,3% anual. Como lo mencionamos, la menor disponibilidad de centrales para generación implicó un sustantivo incremento de costos, dada la necesidad de comprar en el mercado *spot* para satisfacer la demanda contratada. Así, durante el primer trimestre de 2009, los costos habrían alcanzado US\$ 343,5 millones, señalando un alza de 60% en relación al trimestre previo, pero una caída de 30% anual. De tal manera, el resultado operacional sería marginalmente positivo, alcanzando 4,2 millones de dólares. En la última línea, adelantamos un monto en torno a US\$ 10,0 millones para el primer trimestre de 2009, significativamente inferior a los US\$ 56,2 del trimestre previo. A su vez, el EBITDA se situaría levemente por debajo de los 34 millones de dólares. Con ello, el margen EBITDA escasamente llegaría a 9,6%, reeditándose los débiles registros del último par de años.

Tal como lo mencionamos en la sección Rentabilidad, esperamos hacia adelante que Colbún vuelva a mostrar positivos resultados. Considerando nuestro precio objetivo, todo lo anterior implicaría una relación P/U de 42,8 veces y EV/EBITDA de 13,4x a fines de 2009. Para los próximos años esperamos un incremento significativo de las utilidades, promediando alzas anuales de 19,4% entre 2010 y 2015, dado que en dicho período la compañía sumará 800 MW de capacidad de generación eficiente; es decir, un 32% de la capacidad instalada actual.

Riesgos

Rechazo al estudio de impacto ambiental (EIA) del proyecto HidroAysén. Aún cuando no hemos incluido este proyecto en nuestra valoración, una de las fuentes más importantes de crecimiento de la compañía en el largo plazo, está dada por la materialización de esta iniciativa. Añadiría en total 2.750 MW de capacidad instalada al Sistema Interconectado Central, con el ingreso paulatino de centrales desde el años 2016 hasta después de 2020.

Indisponibilidad más permanente de las unidades Nehuenco I y II. Tras el incendio ocurrido a fines de 2007 en la unidad térmica Nehuenco I, y un proceso de reparación de varios meses, dicha central ha mostrado un bajo grado de disponibilidad, con factores de despacho de 38,3% en el último trimestre de 2008 y de sólo 21,6% en el primero de 2009. A ello se ha sumado la dificultad para alternar entre el uso de gas natural y diesel en la unidad Nehuenco II, que se despacho 62,7% en el 4T08 y solamente 7% en el 1T09. Si esta indisponibilidad para generar no se supera, veríamos cierta presión sobre los resultados de Colbún. Ello se podría comenzar a confirmar con las cifras del 1T09, no reportadas aún.

Juicios arbitrales por contratos de suministro recientes. A principios de febrero de 2009, se dieron a conocer los resultados del proceso de licitación de bloques de suministro para las distribuidoras Chilquinta, CGE Distribución y Saesa. Colbún ofreció energía a precios entre 116 y 125 US\$/MWh, muy por sobre la oferta de los otros competidores (AES Gener en torno a 90 US\$/MWh y Endesa alrededor de 100 US\$/MWh) y de los costos de desarrollo de proyectos de tecnología térmica a carbón o bien hidroeléctricos. Este comportamiento estratégico u oportunista en la oferta de Colbún, se debió en gran medida a lo ajustado de la oferta total de energía en comparación a la demanda de las distribuidoras. De tal forma, dado que Colbún pudo lograr cambios en las condiciones de precio y de indexación con algunos de sus clientes, tanto a través de acuerdos como de la instancia arbitral, de manera de reflejar de mejor forma sus costos (de 2008) de generación; algo análogo podría suceder ahora que los clientes están en una situación contractual de largo plazo desventajosa.

Por el lado positivo aparece la mayor disponibilidad de gas para generación. En junio comenzarán las operaciones del terminal GNL Quintero, cuya capacidad instalada permitirá producir 10 MMm³/día en base y 15 MMm³/día en punta. La demanda contratada actual alcanzaría aproximadamente los 6,8 MMm³/día, mientras que en 2007 el consumo de todo Chile alcanzó 12,4 MMm³/día. Así, habría capacidad de procesamiento y demanda de gas natural licuado, que dadas las condiciones actuales de precio, lo hacen atractivo como combustible para generación, tras el carbón. De tal manera, Colbún podría rentabilizar su parque generador de ciclo combinado, que en el último año ha operado principalmente con diesel.



Flujo de Caja Libre (Millones de pesos)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Ingresos explotación	643.784	707.125	547.426	521.488	594.695	721.812
Margen operacional	-46.199	78.336	154.516	215.257	188.089	382.911
Resultado operacional	-56.054	65.969	147.567	208.828	180.195	372.475
- Impuestos	9.529	-11.215	-25.086	-35.501	-30.633	-63.321
+ Depreciación y amort.	65.598	68.955	69.128	72.809	84.751	92.163
- Capex	-119.080	-120.595	-191.310	-274.673	-140.259	-148.963
- Capital de trabajo	-93.085	6.412	51.377	-6.933	7.416	-44.355
Flujo de caja libre	-193.092	9.527	51.676	-35.471	101.470	207.999

Precio Objetivo
\$ 145

Información Operacional

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Generación SIC (GWh)						
Eólica	0	24	191	297	457	457
Térmicas Eficientes	7.541	7.651	8.653	12.831	13.155	14.558
Otras térmicas	10.198	11.610	5.961	1.158	1.206	1.208
Hidro	23.949	22.576	26.157	27.264	28.352	29.094
Generación Colbún (GWh)						
Hidro Embalse	3.248	3.466	3.277	3.575	3.777	4.617
Hidro Pasada	2.963	3.284	3.380	3.481	3.490	3.506
Carbón + Gas	990	323	2.475	3.525	4.706	4.458
Diesel	4.216	3.442	481	0	0	0

Tasas de Descuento

Tasa libre de riesgo	2,8%
Riesgo país	0,0%
Beta	1,0
Exceso de Retorno	6,5%
Costo patrimonio	9,3%
Costo deuda	5,3%
Impuestos	17,0%
D / P	60,0%
WACC	7,5%
Perpetuidad	2,0%

Capacidad Instalada Colbún, Precios y Costos

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Capacidad Instalada (MW)	2.526	2.526	2.532	2.882	3.026	3.335	3.335
Diesel	203	203	203	203	203	203	203
Carbón	0	0	0	350	350	350	350
Gas Natural - Diesel (dual)	1.144	1.144	1.144	1.144	1.144	1.144	1.144
Hidro	1.180	1.180	1.186	1.186	1.330	1.639	1.639
Precio Energía (US\$/MWh)	170	205	96	104	111	124	137
Diesel (US\$/MWh)	157	214	125	150	160	164	167
Carbón (US\$/MWh)	33	58	31	38	40	43	44
Gas Natural (US\$/MWh)	51	63	33	45	49	51	51

Balance General (Millones de pesos)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Total activos	2.075.729	2.504.559	2.905.793	3.662.048	4.301.285	5.095.848	5.910.592
Caja y equivalente	115.270	368.542	708.677	1.244.206	1.830.115	2.521.845	3.249.072
Activos circulantes sin caja	244.110	279.382	218.299	237.160	234.981	281.013	301.539
Activos fijos	1.635.606	1.684.742	1.806.924	2.008.789	2.064.297	2.121.097	2.188.087
Otros activos	80.743	171.893	171.893	171.893	171.893	171.893	171.893
Total pasivos y patrimonio	2.075.729	2.504.559	2.905.793	3.662.048	4.301.285	5.095.848	5.910.592
Pasivos circulantes	169.646	134.623	-121.588	-92.276	-69.656	-50.588	-33.567
Pasivos largo plazo	545.717	787.143	1.382.387	1.977.631	2.572.874	3.168.118	3.763.361
Interés minoritario	6.822	6.316	8.987	11.659	14.331	17.003	19.675
Patrimonio neto	1.353.544	1.576.476	1.636.007	1.765.035	1.783.736	1.961.316	2.161.122

Estado Resultados (Millones de pesos)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Ingresos de explotación	643.784	707.125	547.426	521.488	594.695	721.812	937.054
Costos de explotación	-689.982	-628.789	-392.911	-306.230	-406.606	-338.901	-347.747
Gastos de administración	-9.856	-12.367	-6.949	-6.430	-7.894	-10.436	-14.741
Resultado operacional	-56.054	65.969	147.567	208.828	180.195	372.475	574.566
Depreciación y amortización	-65.598	-68.955	-69.128	-72.809	-84.751	-92.163	-101.435
Ebitda	10.479	135.608	216.707	281.648	264.958	464.650	676.012
Margen Ebitda	1,6%	19,2%	39,6%	54,0%	44,6%	64,4%	72,1%
Utilidad neta	-49.745	28.168	59.531	129.028	18.701	177.580	199.581
Margen neto	-7,7%	4,0%	10,9%	24,7%	3,1%	24,6%	21,3%
UPA	-3,35	1,61	3,39	7,36	1,07	10,13	11,38

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.