

Equity Research

Precio Objetivo | Ch\$3.700/US\$6,9

Tesis de Inversión

Estamos actualizando nuestra valoración de CGE, cambiando nuestra recomendación de Comprar a Mantener, e introduciendo un precio objetivo de Ch\$3.700 por acción a diciembre de 2010. Aún cuando esperamos un fuerte crecimiento de resultados en el corto plazo, principalmente por la recuperación del negocio de gas, creemos que ya estaría incorporado en el nivel actual de valoración de CGE.

En nuestra opinión, el inicio de las operaciones del terminal de GNL en Quintero (iniciativa en la que Metrogas, filial de Gasco, posee un 20% de la propiedad) implicaría un importante aumento en los resultados de este negocio. Esto último, luego que las restricciones de gas natural desde Argentina impactaran negativamente los márgenes de la compañía desde 2005. Así, el GNL implicaría una reducción de costos e impulsaría un sólido avance de 90,7% y 24,0% en el EBITDA de Gasco en 2009 y 2010, respectivamente. A nivel consolidado, esto se traduciría en un crecimiento de EBITDA de 16,4% y 12,4% en dichos períodos.

En cuanto al negocio de distribución eléctrica (cuyas operaciones en Chile representarían el 49,0% del EBITDA consolidado de CGE en 2009), luego de la última revisión tarifaria en 2008 —que implicaría una caída de 11,7% en el EBITDA 2009 de este negocio— no esperamos cambios relevantes en el valor agregado de distribución (VAD) hasta el año 2012, donde estimamos una leve reducción de 3,0%. De este modo, los resultados de este negocio estarían asociados principalmente al crecimiento de las ventas físicas de energía. En este sentido, considerando que las operaciones de la compañía se ubican en zonas geográficas rurales, que tienen una menor cobertura eléctrica, esperamos que las ventas físicas muestren una tasa de crecimiento levemente superior a sus comparables, alcanzando un crecimiento medio anual de 5,8% para el período 2009-2020.

Por otro lado, desde octubre de 2008 el precio de la acción de CGE ha mostrado un incremento superior a 40%, reflejando las mejores expectativas en el desempeño de la compañía, alcanzando justas valoraciones en nuestra opinión. De acuerdo a nuestras estimaciones, actualmente la acción de CGE muestra múltiplos P/U y VE/EBITDA 2010E de 12,6 y 10,2 veces, respectivamente, los que se comparan con los múltiplos históricos promedio de los últimos 2 años de 11,9 y 11,3 veces. En tanto, nuestro precio objetivo tiene implícito un múltiplo VE/EBITDA 2010E de 10,7 veces.

En términos de estimación de resultados, hemos incrementado levemente nuestras expectativas de EBITDA en 2009 y 2010, principalmente por un mejor escenario para el negocio de gas y la reciente adquisición de Ibener. Sin embargo, el menor tipo de cambio esperado para 2010 ha implicado una reducción en nuestro precio objetivo.

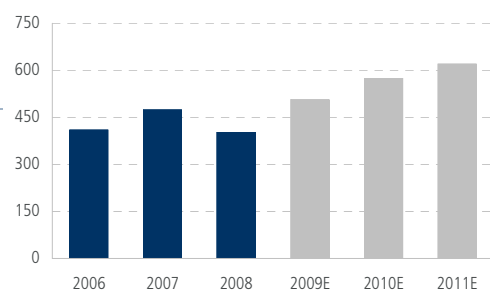
Riesgos de Inversión

Nuestra estimación asume una reducción de 3% en los procesos de revisión tarifaria del negocio de distribución eléctrica en 2012 y 2016. Así, una reducción mayor a la esperada o cambios a la regulación actual podrían afectar nuestra valoración de CGE.

Un eventual cambio en las condiciones de abastecimiento o precio en el GNL podría afectar la visibilidad de resultados de CGE.

Nuevas adquisiciones de activos o proyectos, principalmente en el área de generación eléctrica, podrían afectar positivamente nuestra valoración de CGE.

EBITDA Consolidado 2006-2011E (millones de US\$)



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

VE/EBITDA CGE



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Descripción de la Compañía

CGE es un holding que concentra su actividad en los negocios de electricidad y gas. Es controlada por el grupo Almería y las familias Marín y Pérez Cruz con un 65,3%. Este año el negocio eléctrico ha aportado un 73,3% del EBITDA consolidado, el gas un 22,9% y los servicios y el holding el restante 3,8%.

Su principal negocio es la distribución eléctrica, donde la compañía atiende a 2,2 millones de usuarios (3,0 millones al considerar sus operaciones en Argentina). De menor relevancia es su participación en los segmentos de transmisión y generación.

En el negocio del gas, su filial Gasco es la mayor empresa del rubro en el país y opera en la distribución de gas licuado y natural mediante sus filiales Metrogas y GasSur.

Ventas Físicas de Energía (GWh)

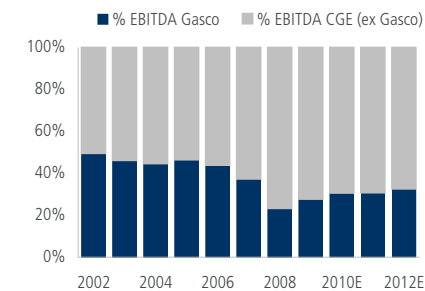
Chile	2008	2009E	2010E	2011E
CGE Distribución	6.364	6.299	6.709	7.112
Emel	3.083	3.131	3.273	3.448
Conafe	1.365	1.372	1.454	1.535
Edelmag	226	234	250	265
Subtotal	11.038	11.036	11.686	12.360

Argentina

Edet	1.643	1.664	1.781	1.896
E San Juan	928	975	1.043	1.111
Ejesa-Ejsedsa	566	558	591	620
Subtotal	3.137	3.197	3.415	3.627

Fuente: Rep. de Compañía, Depto. Estudios Banchile.

Participación Gasco en EBITDA CGE (%)



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Fecha	03-Nov-09			
Ticker Bloomberg	CGE CI			
Precio Actual (Ch\$/acción)	Ch\$3.330/US\$6,3			
Retorno Potencial	11,1%			
Retorno por Div. 2010E	5,3%			
Retorno Total Esperado	16,4%			
Market Cap (US\$ millones)	2.383			
Ponderación IPSA	1,5%			
Política de Dividendos	50,0%			
Precio Min - Max 12M (Ch\$/acción)	2.350-3.795			
Retorno YTD	24,3%			
Volumen Diario 12M (US\$ millones)	0,4			
Total Acciones (MM)*	378			
Free Float	34,7%			
Estimaciones	2008	2009E	2010E	2011E
Ventas	1.824.503	1.862.192	1.713.485	1.821.197
EBITDA	256.499	276.609	310.833	334.976
Margen Ebitda	14,1%	14,9%	18,1%	18,4%
Ut. Neta	106.635	117.046	107.137	127.090
Margen Neto	5,8%	6,3%	6,3%	7,0%
UPA (Ch\$)	281,7	293,7	268,9	318,9
Div./acción (Ch\$)	205,5	160,6	139,6	140,6
Div. Yield	7,7%	4,2%	4,2%	4,0%
Múltiplos	2008	2009E	2010E	2011E
EV/EBITDA (x)	11,2	11,5	10,0	9,2
P/Utilidad (x)	9,5	11,3	12,4	10,4
Bolsa/Libro (x)	1,3	1,3	1,3	1,2
P/Ventas (x)	0,6	0,7	0,8	0,7
FCL Yield	-6,2%	3,8%	6,4%	2,9%
Deuda - Rentab.	2008	2009E	2010E	2011E
Cob. Gtos. Fin.(x)	0,3	0,3	0,3	0,3
Leverage (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
ROE	13,6%	11,9%	10,3%	11,5%
ROA	3,5%	3,5%	3,1%	3,6%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile. * Número actual de acciones, antes de aumento de capital esperado para 4T09 por 20 millones de acciones.

Sergio Zapata
+56 2 873 6162 | sergio.zapata@banchile.cl
Diego Celedón
+56 2 873 085 | diego.celedon@banchile.cl
Rodrigo Martín
+56 2 8736063 | rodrigo.martin@banchile.cl

Valoraciones actuales incorporarían expectativa de recuperación de resultados

Estado de Resultados (Ch\$MM)	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
Ingresos de Explotación	1.824.503	100,0%	1.862.192	100,0%	1.713.485	100,0%	1.821.197	100,0%
Costos de Explotación	-1.530.606	-83,9%	-1.565.254	-84,1%	-1.382.909	-80,7%	-1.465.273	-80,5%
Margen de Explotación	293.897	16,1%	296.938	15,9%	330.576	19,3%	355.924	19,5%
Gastos Administración y Ventas	-109.496	-6,0%	-105.928	-5,7%	-109.172	-6,4%	-112.951	-6,2%
RESULTADO OPERACIONAL	184.402	10,1%	191.010	10,3%	221.404	12,9%	242.974	13,3%
Depreciación	-72.098	-4,0%	-85.599	-4,6%	-89.428	-5,2%	-92.002	-5,1%
EBITDA	256.499	14,1%	276.609	14,9%	310.833	18,1%	334.976	18,4%
Ingresos Financieros	17.512	1,0%	17.356	0,9%	27.261	1,6%	27.261	1,5%
Ut. (Pérd.) Inver. Emp. Relacionadas	6.736	0,4%	10.643	0,6%	10.643	0,6%	10.643	0,6%
Otros Ing/Eg fuera de Expl.	11.663	0,6%	5.650	0,3%	5.650	0,3%	5.650	0,3%
Amort. Menor Valor de Inversiones	-9.472	-0,5%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Gastos Financieros	-68.061	-3,7%	-93.241	-5,0%	-99.626	-5,8%	-96.690	-5,3%
Correc. Monetaria y Dif. Cambio	842	0,0%	42.062	2,3%	-354	0,0%	-821	0,0%
Resultado antes del Impuesto	143.621	7,9%	173.731	9,3%	164.977	9,6%	189.017	10,4%
Impuesto a la Renta	-30.762	-1,7%	-26.891	-1,4%	-28.046	-1,6%	-32.133	-1,8%
Utilidad (Pérdida) Consolidada	112.860	6,2%	146.840	7,9%	136.931	8,0%	156.884	8,6%
Items Extraordinarios	1	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Interés Minoritario	-6.226	-0,3%	-29.794	-1,6%	-29.794	-1,7%	-29.794	-1,6%
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	106.635	5,8%	117.046	6,3%	107.137	6,3%	127.090	7,0%
Balance General (Ch\$MM)	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
TOTAL ACTIVOS	3.013.526	100,0%	3.342.850	100,0%	3.415.553	100,0%	3.486.362	100,0%
Caja y Equivalente	41.899	1,4%	113.966	3,4%	202.572	5,9%	208.049	6,0%
Cuentas por Cobrar	302.584	10,0%	324.598	9,7%	272.067	8,0%	285.749	8,2%
Existencias (Neto)	62.094	2,1%	75.893	2,3%	63.611	1,9%	66.810	1,9%
Otros Activos Circulantes	37.174	1,2%	11.150	0,3%	11.150	0,3%	11.150	0,3%
Total Activos Circulantes	443.751	14,7%	525.607	15,7%	549.400	16,1%	571.757	16,4%
Total Activos Fijos	1.824.961	60,6%	2.135.603	63,9%	2.184.512	64,0%	2.232.964	64,0%
Total Otros Activos	744.815	24,7%	681.641	20,4%	681.641	20,0%	681.641	19,6%
Total Activos de Largo Plazo	2.569.775	85,3%	2.817.244	84,3%	2.866.153	83,9%	2.914.605	83,6%
TOTAL PASIVOS	1.911.675	63,4%	2.004.258	60,0%	2.025.841	59,3%	2.023.129	58,0%
Total Pasivos Circulantes	431.450	14,3%	327.758	9,8%	299.340	8,8%	281.628	8,1%
Deuda Financiera CP	180.346	6,0%	91.039	2,7%	91.039	2,7%	91.039	2,6%
Cuentas por Pagar	169.776	5,6%	189.834	5,7%	151.416	4,4%	128.704	3,7%
Otros Pasivos Circulantes	81.328	2,7%	46.885	1,4%	56.885	1,7%	61.885	1,8%
Deuda Financiera LP	1.308.249	43,4%	1.392.774	41,7%	1.442.774	42,2%	1.457.774	41,8%
Cuentas por Pagar LP	171.976	5,7%	283.727	8,5%	283.727	8,3%	283.727	8,1%
TOTAL PATRIMONIO	782.492	26,0%	985.085	29,5%	1.036.205	30,3%	1.109.726	31,8%
INTERÉS MINORITARIO	319.359	10,6%	353.507	10,6%	353.507	10,3%	353.507	10,1%
Flujo de Caja (Ch\$MM)	2008	2009E	2010E	2011E				
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	106.635	117.046	107.137	127.090				
Depreciación	72.098	85.599	89.428	92.002				
Cambio en Capital del Trabajo	-39.980	-15.755	26.395	-39.593				
Otros Items no Caja	8.630	-42.062	354	821				
Flujo por Act. de la Operación	147.382	144.829	223.315	180.319				
Capex	-170.321	-138.149	-138.338	-140.454				
FLUJO DE CAJA	-22.939	6.680	84.978	39.865				

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

CGE Valorización por Suma de Partes (US\$ Millones)	Valor Activos	Patrimonio	VPP
CGE_Dx	1.447	1.135	1.131
Conafe	301	170	169
Edelmag	163	134	73
Emel	971	709	694
CGE_Tx	926	756	756
CGE Argentina	166	138	138
Gasco	2.082	1.255	711
Servicios	341	252	252
Holding	-133	-1.197	-1.197
Otras participaciones en sociedades			288
Valor Patrimonio Objetivo			3.015
Número de Acciones (MM)			398
TC (cierre diciembre 2010)			540
Descuento por liquidez aplicado			10,0%
Precio Objetivo (Ch\$/acción)			3.700
Precio Actual (Ch\$/acción)			3.330
Retorno Potencial			11,1%
Retorno por Div. Esperado			5,3%
Retorno Total Esperado			16,4%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

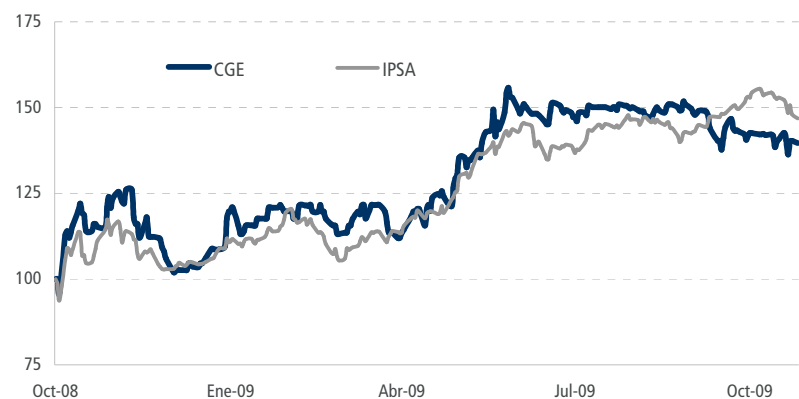
CGE Tasa de Descuento	Chile	Argentina
Tasa Libre de Riesgo	5,00%	5,0%
Riesgo País	1,5%	0,06
Beta	83,0%	83,0%
Premio por Riesgo	5,5%	5,5%
Costo Patrimonio	11,1%	15,6%
Costo Deuda	6,0%	8,0%
Tasa de Impuestos	17,0%	35,0%
Costo Deuda Después de Impto	5,0%	5,2%
Capitalización de Largo Plazo	70,0%	60,0%
WACC	9,2%	11,4%
Crecimiento perpetuidad (g)	2,5%	2,5%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Chile	2008	2009E	1010E	2011E
PIB	3,2	-1,4	4,4	4,5
Tipo cambio cierre	636,5	545,0	540,0	540,0
Consumo	4,2	-0,7	4,0	4,8
IPC	7,1	-1,0	2,5	3,0
Tasa desempleo (%)	8,0	10,5	9,3	8,3
Argentina	2008	2009E	1010E	2011E
PIB	7,0	-1,9	1,8	2,6
Tipo cambio cierre	3,45	4,13	4,61	5,2
Consumo	6,6	-0,9	2,0	2,3
IPC	7,2	6,2	7,7	8,1
Tasa desempleo (%)	7,3	9,6	10,2	10,8

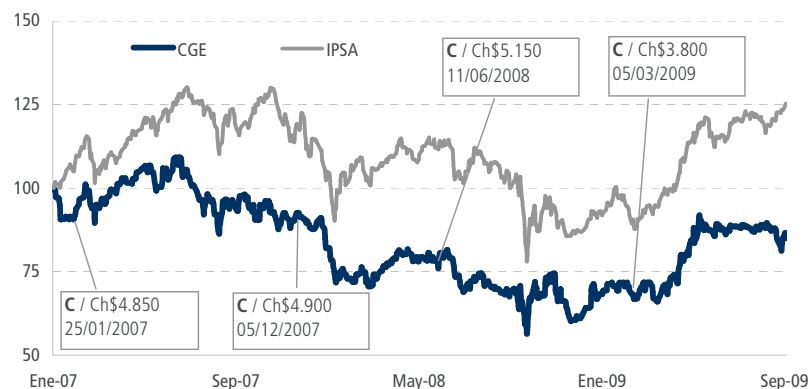
Fuente: Consensus Forecast, Departamento de Estudios Banchile.

CGE | Evolución Vs IPSA últimos 12 meses



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

CGE | Recomendación Histórica



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Recomendaciones y precios Objetivos	% Muestra Banchile	% Compañías que fueron clientes de la Banca de Inversión del Banco de Chile en los últimos 12 meses
C: Comprar	53,1%	23,5%
M: Mantener	25,0%	37,5%
R: Reducir	6,3%	50,0%
E/R: En revisión	9,4%	100,0%
Restr.: Opinión Restringida	6,3%	50,0%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Información Importante

a) El Departamento de Estudios es independiente de la División de Banca de Inversión del Banco de Chile y de Banchile Inversiones Asesorías Financieras, así como de cualquier unidad de negocios de Banchile Inversiones y del Banco de Chile. Lo anterior significa que el Departamento de Estudios no tiene vínculos de subordinación ni dependencia con las áreas antes indicadas, por lo que sus opiniones no están influenciadas por otras áreas del Banco de Chile y Banchile Inversiones.

b) A la fecha de publicación de este informe, 3 de noviembre de 2009, tras el cierre de los mercados, la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa no posee posición en acciones de CGE. Dicha posición puede tener, total o parcialmente, el carácter de trading y/o de inversión de mediano o largo plazo Asimismo, la Corredora no puede comprar o vender títulos de esta empresa para la cartera propia de Banchile hasta 24 horas luego de emitido este estudio, con excepción que Banchile actúe como Market Maker a petición expresa de clientes de esta corredora.

c) Banchile Corredores de Bolsa puede realizar transacciones de compra y venta y mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos financieros mencionados en este informe, las que pueden ser contrarias a la (s) recomendación (ones) aquí contenidas. Por otra parte, en los últimos 12 meses, la División Banca de Inversión del Banco de Chile no ha suscrito un contrato de asesoría con CGE.

d) Los analistas responsables de la preparación y redacción de este documento certifican que los contenidos de este estudio reflejan fielmente su visión personal acerca de las(s) empresa(s) mencionada(s). Los analistas además certifican que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en algún estudio ni al resultado de la gestión de la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa ni a las actividades desarrolladas por la División Banca de Inversión del Banco de Chile. Asimismo, estas dos áreas de la empresa (Cartera Propia y División de Banca de Inversión del Banco) no evalúan el desempeño del Departamento de Estudios.

e) El Analista del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías que estén bajo su cobertura de análisis. En tanto, el Gerente de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías chilenas que coticen sus títulos en bolsa.

f) El instructivo de carácter interno denominado "Normas para Transacciones de Valores y de Moneda Extranjera de los Empleados de Banchile" tiene como objeto regular todas aquellas transacciones de valores y de moneda extranjera que realice un "empleado de Banchile" de tal forma de evitar conflictos de intereses. En particular, respecto de las transacciones de acciones, y entre otras disposiciones, un "empleado de Banchile" no puede vender los "valores" en un plazo inferior a 30 días contados desde la respectiva fecha que los adquirió, en tanto toda orden para compra/venta de acciones u opciones en el mercado nacional debe ser enviada al agente atención de "empleados de Banchile" con tres días de anticipación a la fecha que el empleado desee que se realice la transacción.

g) Este informe ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. Entendiendo que la visión entregada en este informe no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión y que cada inversionista debe hacer su propia evaluación en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones, Banchile Corredores de Bolsa ni ninguno de sus empleados es responsable del resultado de cualquier operación financiera.

h) Este informe no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

i) Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos.

j) Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. La frecuencia de los informes, si la hubiere, queda a discreción del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

k) Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Banchile Corredores de Bolsa.