

**Equity Research**

Fecha	21-Dic-09
Ticker Bloomberg	GENER CI
Precio Actual (Ch\$/acción) (*)	Ch\$235/US\$470
Retorno Potencial	6,4%
Retorno por Div. 2010E	6,0%
<b>Retorno Total Esperado</b>	<b>12,4%</b>
Market Cap (US\$ millones)	3.795
Ponderación IPSA	1,1%
Política de Dividendos	100,0%
Precio Min - Max 12M (Ch\$/acción)	180-258
Retorno YTD	22,4%
Volumen Diario 12M (US\$ millones)	3,7
Total Acciones (MM)	8.070
Free Float	29,3%

Estimaciones	2008	2009E	2010E	2011E
Ventas	1.933	1.677	1.730	1.636
EBITDA	426	533	502	507
Margen Ebitda	22,1%	31,8%	29,0%	31,0%
Ut. Neta	127	324	232	230
Margen Neto	6,6%	19,3%	13,4%	14,0%
UPA (US\$) (*)	17,8	40,2	28,7	28,5
Div./acción (US\$) (*)	7,9	15,8	27,6	28,7
Div. Yield	2,1%	5,9%	6,0%	6,2%

Múltiplos	2008	2009E	2010E	2011E
VE/EBITDA (x)	7,6	8,9	10,5	10,2
P/Utilidad (x)	17,0	11,4	16,2	16,0
Bolsa/Libro (x)	1,1	1,4	1,4	1,4
P/Ventas (x)	1,1	2,2	2,2	2,2
FCL Yield	-17,2%	0,5%	-11,1%	3,6%
Deuda - Rentab.	2008	2009E	2010E	2011E
Cob. Gtos. Fin. (x)	5,2	6,4	4,6	4,1
Leverage (x)	0,5	0,5	0,7	0,8
ROE	6,4%	12,0%	8,5%	8,5%
ROA	3,4%	6,0%	4,5%	4,4%

(\*) Por 1.000 acciones. Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

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

**Precio Objetivo | Ch\$250/US\$495 (\*)**

**Tesis de Inversión**

Estamos actualizando nuestra valoración de Gener, cambiando nuestra recomendación de Comprar a Mantener, e introduciendo un precio objetivo de Ch\$250 por acción a diciembre de 2010. Nuestro cambio de recomendación está basado en: (i) la incertidumbre respecto a la reactivación del proyecto Campiche, (ii) la ausencia de nuevos proyectos de expansión respecto a los incorporados en nuestro estudio anterior, (iii) la reducción de nuestra estimación de tipo de cambio para fines de 2010, y (iv) el buen desempeño de la acción de Gener respecto al resto del sector desde la publicación de nuestro último informe.

Desde julio pasado, el proyecto Campiche, que representa cerca de un 17% del plan de expansión de la compañía, se encuentra paralizado debido a ciertos problemas por el uso de suelo del terreno donde se construye. Hasta la fecha no hay certeza respecto de cuando se retomaría su construcción, pero en su último informe de precio de nudo, la Comisión Nacional de Energía ha estimado un retraso de 8 meses. Lo anterior implicaría que el proyecto podría comenzar a operar en el primer trimestre de 2012 y no en mayo de 2011 (como estimamos en nuestro estudio anterior), afectando nuestras estimaciones de resultados en 2011. Adicionalmente, aun cuando estimamos que los problemas relativos al proyecto se resolverían en el corto plazo, existe el riesgo de un retraso más prolongado, lo que podría tener un fuerte impacto en nuestras estimaciones para 2012.

Asimismo, hemos mantenido inalterado el resto del plan de inversiones de la compañía incluido en nuestro informe anterior. Aun cuando los proyectos Alto Maipo (530 MW), Cochrane (560 MW) y Los Robles (750 MW) cuentan con aprobación ambiental por parte de la autoridad, la falta de nuevos contratos de venta y el bajo crecimiento de la demanda observado en estos últimos dos años, ha llevado a la compañía a no materializar aún su construcción. En nuestra opinión, estos proyectos estarían destinados principalmente a abastecer clientes no regulados, ya que la mayoría de las distribuidoras cuentan con contratos de suministro, que ya fueron adjudicados en los procesos de licitación que se han realizado desde 2006. De este modo, y considerando que el resto de los actores de la industria también poseen en carpeta iniciativas similares, creemos que la viabilidad de estos proyectos y su potencial fecha de realización aún presentan un elevado nivel de incertidumbre.

Por otro lado, actualmente la acción muestra un múltiplo VE/EBITDA 2010E de 10,5 veces, prácticamente en línea con el promedio histórico de los últimos 2 años de 9,8 veces, nivel que nos parece razonable considerando las proyecciones de resultados de Gener. En tanto, nuestra actual valoración tiene implícito un múltiplo VE/MW 2010E de US\$1,13 millones por MW, que se encuentra en línea con nuestro informe previo. De este modo, la reducción en nuestro precio objetivo se explica principalmente por el menor tipo de cambio esperado para 2010.

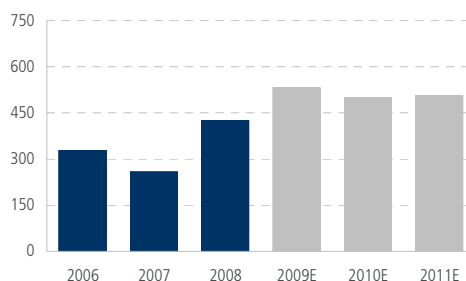
**Riesgos de Inversión**

Aun cuando estimamos que la compañía posee los fondos necesarios para financiar el Capex de su plan de inversión, la potencial necesidad de un nuevo aumento de capital podría generar un riesgo de sobreoferta de acciones.

Un escenario de tipo de cambio distinto al esperado podría impactar los resultados, considerando que bajo IFRS Gener reporta en dólares.

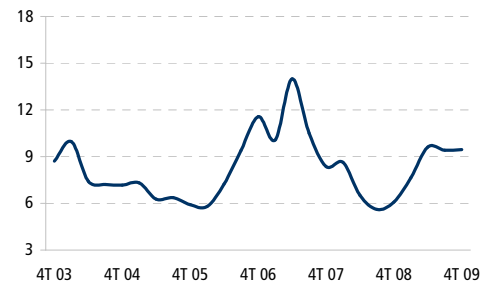
Gener tiene actualmente proyectos en estudio por un total de 1.840 MW, que no están incluidos en nuestra valoración. La potencial materialización de alguna de estas iniciativas podría tener un impacto positivo en nuestra visión de la compañía

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



Fuente: Reportes de la Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

**VE/EBITDA GENER**



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

**Descripción de la Compañía**

Gener es la segunda mayor empresa generadora en Chile y es controlada en 70,7% por Inversiones Cachagua Ltda., filial de la norteamericana AES Corp.

En Chile cuenta con una capacidad de 3.110 MW (que incluye su coligada Guacolda) y 1.000 MW en Colombia, con lo que la compañía opera un total de 4.110 MW.

En el SIC y el SING, sus filiales poseen 1.734 MW y 920 MW, respectivamente, lo que representa un 16% y un 25% de la capacidad en dichos sistemas. Adicionalmente, posee un 50% en su coligada Guacolda en el SIC, que posee 456 MW de capacidad. Su filial Chivor alcanza un 7,4% de la capacidad de generación total de Colombia.

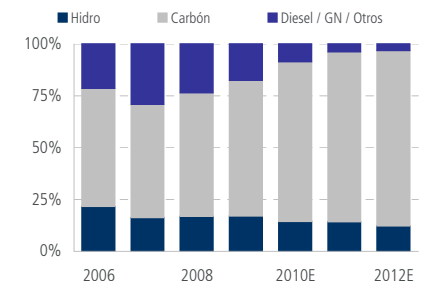
Durante 2008, la contribución por mercados al EBITDA consolidado fue de 18%, 42% y 40% en el SIC, SING-SADI y Colombia, respectivamente. En tanto, al tercer trimestre de 2009, la contribución ha sido de 31% en SIC, 40% en SING y 29% en Colombia

**Plan de Inversiones**

Proyecto	Capac.	Inversión	Inicio
Guacolda 4	152	300	Jun-10
Angamos 1	259	650	Abr-11
Angamos 2	259	650	Oct-11
Campiche	270	500	Ene-12
<b>Total</b>	<b>940</b>	<b>2.100</b>	

Capacidad (MW), Inversión (MMUS\$). Fuente: Rep. de Compañía, Depto. Estudios Banchile.

**Mix de Generación 2006-2012 (%)**



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Estado de Resultados (US\$MM)	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
<b>Ingresos de Explotación</b>	<b>1.933,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.676,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.729,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.636,4</b>	<b>100,0%</b>
Costos de Explotación	-1.533,1	-79,3%	-1.191,0	-71,0%	-1.279,0	-73,9%	-1.179,8	-72,1%
Margen de Explotación	399,9	20,7%	485,6	29,0%	450,7	26,1%	456,6	27,9%
Gastos Administración y Ventas	-81,8	-4,2%	-81,6	-4,9%	-82,1	-4,7%	-81,4	-5,0%
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>318,1</b>	<b>16,5%</b>	<b>404,0</b>	<b>24,1%</b>	<b>368,6</b>	<b>21,3%</b>	<b>375,2</b>	<b>22,9%</b>
Depreciación	-108,4	-5,6%	-128,9	-7,7%	-132,9	-7,7%	-131,9	-8,1%
<b>EBITDA</b>	<b>426,4</b>	<b>22,1%</b>	<b>532,9</b>	<b>31,8%</b>	<b>501,6</b>	<b>29,0%</b>	<b>507,1</b>	<b>31,0%</b>
Ingresos Financieros	6,1	0,3%	21,4	1,3%	23,7	1,4%	21,4	1,3%
Ut. (Pérd.) Inver. Emp. Relacionadas	17,1	0,9%	28,5	1,7%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Otros Ing/Eg fuera de Expl.	-39,2	-2,0%	-8,2	-0,5%	-3,7	-0,2%	-3,7	-0,2%
Amort. Menor Valor de Inversiones	-0,6	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Gastos Financieros	-81,9	-4,2%	-83,8	-5,0%	-118,0	-6,8%	-124,1	-7,6%
Correc. Monetaria y Dif. Cambio	-36,9	-1,9%	46,4	2,8%	0,2	0,0%	0,0	0,0%
<b>Resultado antes del Impuesto</b>	<b>190,3</b>	<b>9,8%</b>	<b>412,3</b>	<b>24,6%</b>	<b>270,9</b>	<b>15,7%</b>	<b>268,8</b>	<b>16,4%</b>
Impuesto a la Renta	-60,5	-3,1%	-91,8	-5,5%	-46,0	-2,7%	-45,7	-2,8%
Utilidad (Pérdida) Consolidada	129,7	6,7%	320,5	19,1%	224,8	13,0%	223,1	13,6%
Items Extraordinarios	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Interés Minoritario	-3,0	-0,2%	3,7	0,2%	6,7	0,4%	6,7	0,4%
<b>UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO</b>	<b>126,8</b>	<b>6,6%</b>	<b>324,2</b>	<b>19,3%</b>	<b>231,5</b>	<b>13,4%</b>	<b>229,9</b>	<b>14,0%</b>
<b>Balance General (US\$MM)</b>	<b>2008</b>	<b>%</b>	<b>2009E</b>	<b>%</b>	<b>2010E</b>	<b>%</b>	<b>2011E</b>	<b>%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>3.724,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>5.374,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>5.181,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>5.270,1</b>	<b>100,0%</b>
Caja y Equivalente	113,1	3,0%	560,0	10,4%	560,0	10,8%	560,0	10,6%
Cuentas por Cobrar	232,8	6,3%	401,9	7,5%	346,9	6,7%	331,9	6,3%
Existencias (Neto)	63,9	1,7%	42,3	0,8%	36,5	0,7%	35,0	0,7%
Otros Activos Circulantes	133,2	3,6%	13,1	0,2%	13,1	0,3%	13,1	0,2%
Total Activos Circulantes	543,0	14,6%	1.017,3	18,9%	956,5	18,5%	940,0	17,8%
Total Activos Fijos	2.723,8	73,1%	3.877,7	72,1%	3.744,7	72,3%	3.850,4	73,1%
Total Otros Activos	457,3	12,3%	479,7	8,9%	479,7	9,3%	479,7	9,1%
Total Activos de Largo Plazo	3.181,1	85,4%	4.357,4	81,1%	4.224,5	81,5%	4.330,1	82,2%
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>1.717,8</b>	<b>46,1%</b>	<b>2.779,9</b>	<b>51,7%</b>	<b>3.327,3</b>	<b>64,2%</b>	<b>3.418,1</b>	<b>64,9%</b>
Total Pasivos Circulantes	304,3	8,2%	769,3	14,3%	566,7	10,9%	657,5	12,5%
Deuda Financiera CP	36,7	1,0%	141,1	2,6%	31,3	0,6%	131,6	2,5%
Cuentas por Pagar	223,5	6,0%	539,8	10,0%	447,1	8,6%	437,5	8,3%
Otros Pasivos Circulantes	44,1	1,2%	88,4	1,6%	88,4	1,7%	88,4	1,7%
Deuda Financiera LP	1.154,0	31,0%	1.524,1	28,4%	2.274,1	43,9%	2.274,1	43,2%
Cuentas por Pagar LP	259,5	7,0%	486,5	9,1%	486,5	9,4%	486,5	9,2%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>1.995,2</b>	<b>53,6%</b>	<b>2.712,4</b>	<b>50,5%</b>	<b>2.721,2</b>	<b>52,5%</b>	<b>2.719,5</b>	<b>51,6%</b>
<b>INTERÉS MINORITARIO</b>	<b>11,2</b>	<b>0,3%</b>	<b>8,0</b>	<b>0,1%</b>	<b>8,0</b>	<b>0,2%</b>	<b>8,0</b>	<b>0,2%</b>
<b>Flujo de Caja (Ch\$MM)</b>	<b>2008</b>		<b>2009E</b>		<b>2010E</b>		<b>2011E</b>	
<b>UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO</b>	<b>126,8</b>		<b>324,2</b>		<b>231,5</b>		<b>229,9</b>	
Depreciación	108,4		128,9		132,9		131,9	
Cambio en Capital del Trabajo	46,4		168,8		-31,9		7,0	
Otros Items no Caja	37,5		-46,4		-0,2		0,0	
<b>Flujo por Act. de la Operación</b>	<b>319,0</b>		<b>575,5</b>		<b>332,4</b>		<b>368,7</b>	
Capex	-652,3		-602,2		-750,0		-237,5	
<b>FLUJO DE CAJA</b>	<b>-333,4</b>		<b>-26,7</b>		<b>-417,6</b>		<b>131,2</b>	

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

GENER   Valorización por Suma de Partes (US\$ Millones)			
	Valor Activos	Patrimonio	VPP
SIC	2.382	1.564	1.533
SING	1.529	1.523	1.523
Colombia	928	800	799
Guacolda	871	252	126
Otras participaciones en sociedades			0
Valor Patrimonio Objetivo			3.981
Número de Acciones (MM)			8.070
TC (cierre diciembre 2010)			505
<b>Precio Objetivo (Ch\$/acción)</b>			<b>250</b>
Precio Actual (Ch\$/acción)			235
Retorno Potencial			6,4%
Retorno por Div. Esperado			6,0%
<b>Retorno Total Esperado</b>			<b>12,4%</b>

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

GENER   Tasa de Descuento	Chile	Colombia
Tasa Libre de Riesgo	5,00%	5,0%
Riesgo País	1,5%	0,03
Beta	1,00	1,00
Premio por Riesgo	5,5%	5,5%
Costo Patrimonio	12,0%	13,8%
Costo Deuda	7,0%	7,0%
Tasa de Impuestos	17,0%	35,0%
Costo Deuda Después de Impto	5,8%	4,6%
Capitalización de Largo Plazo	60,0%	60,0%
<b>WACC</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,1%</b>
<b>Crecimiento perpetuidad (g)</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Chile	2008	2009E	1010E	2011E
PIB	3,2	-1,6	5,2	4,7
Tipo cambio cierre	636,5	510,0	505,0	515,0
Consumo	4,2	-0,7	4,2	4,2
IPC	7,1	-1,2	3,0	3,2
Tasa desempleo (%)	8,0	9,8	9,3	8,3
Colombia	2008	2009E	1010E	2011E
PIB	2,4	-0,1	2,9	3,5
Tipo cambio cierre	2.244,0	2.027,0	2.070,0	2.214,0
Consumo	2,3	0,5	2,1	3,1
IPC	7,7	3,1	4,2	4,0
Tasa desempleo (%)	10,6	12,9	13,0	12,6

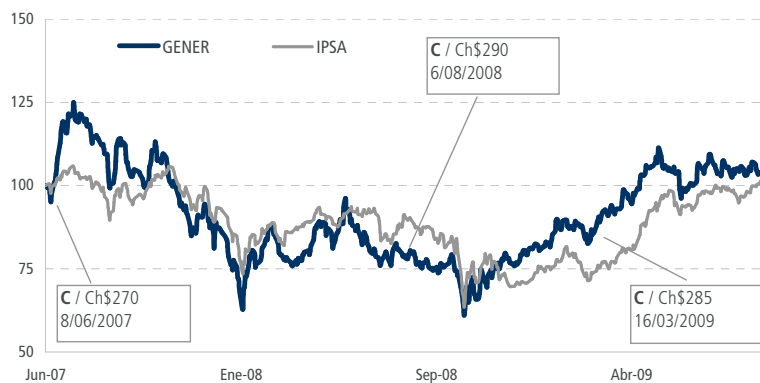
Fuente: Consensus Forecast, Departamento de Estudios Banchile.

**Gener | Evolución Vs IPSA últimos 12 meses**



Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

**Gener | 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
<b>C:</b> Comprar	53,1%	33,3%
<b>M:</b> Mantener	21,9%	14,3%
<b>R:</b> Reducir	6,3%	50,0%
<b>E/R:</b> En revisión	12,5%	100,0%
<b>Restr.:</b> 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, 21 de diciembre de 2009, previo a la apertura de los mercados, la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa no posee posición en acciones de GENER. 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 ha suscrito un contrato de asesoría con GENER.

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.