



Weekly Report

INFORME BURSÁTIL Y ECONÓMICO SEMANA TERMINADA EL 27 DE AGOSTO DE 2010

RESUMEN DE MERCADO

RENDA VARIABLE		SEMANA	MES	AÑO
IPSA	4.480,4	-0,7%	2,7%	25,1%
IGPA	21.020,8	-0,5%	3,6%	26,4%
BOVESPA	65.585,1	-1,6%	-2,9%	-4,4%
DOW JONES	10.150,7	-0,6%	-3,0%	-2,7%

RENDA FIJA		SEMANA	MES	AÑO
BCU-5	2,37	8 pb	19 pb	-45 pb
BCU-10	2,68	3 pb	-12 pb	-52 pb
BTU-20	2,99	-9 pb	-29 pb	-68 pb
BCP-5	5,48	-13 pb	-18 pb	10 pb
BCP-10	5,83	-9 pb	-20 pb	-59 pb

MONEDAS		SEMANA	MES	AÑO
DÓLAR	500,0	-0,9%	-4,1%	-1,5%
EURO	638,1	-0,5%	-6,2%	-12,2%

MATERIAS PRIMAS		SEMANA	MES	AÑO
PETROLEO WTI (US\$/Barril)	75,2	2,3%	-4,8%	-5,3%
COBRE (US\$/Libra)	3,4	2,2%	1,7%	1,1%
CELULOSA NBSK (US\$/Ton)	975,4	0,0%	-0,4%	22,1%
CELULOSA BHKP (US\$/Ton)	870,3	-0,5%	-5,4%	24,3%

Fuente: Bloomberg y Santander GBM.

¡Groso, volvió la P/U!

Los múltiplos son una importante herramienta de apoyo para la toma de decisiones de inversión. Si bien creemos que deben ser utilizados en conjunto con otros métodos, especialmente el flujo de caja de la compañía, su ventaja es la facilidad de cálculo, que permite reducir el universo y tiempo de análisis. Dentro de nuestras acciones bajo cobertura en Chile, generalmente los principales múltiplos que utilizamos son, por un lado, el FV/EBITDA, y por otro la relación Precio-Utilidad (P/U).

Hacia principios de la década la relación Precio-Utilidad era la más usada por los analistas, debido probablemente a su directa relación con el modelo de Gordon (1959), que valora las acciones como el valor presente de sus dividendos futuros. Este múltiplo tiene una serie de problemas, principalmente porque depende del porcentaje de endeudamiento, y porque la utilidad es una componente relativamente volátil de los resultados de una compañía. Fue así como, para solucionar dichos problemas, se empezaron a utilizar otros múltiplos, como el FV/EBITDA, que compara el valor de los activos de una empresa (o FV, inglés para Firm Value), con el EBITDA, que es una aproximación de los flujos que generan esos activos. El EBITDA tiende a ser una medida bastante más estable de resultados que la utilidad neta, y el FV no está mayormente afectado por el endeudamiento.

Sin embargo, recientemente hemos vuelto a centrar nuestro análisis en la P/U, más que en el FV/EBITDA, debido a que éste último múltiplo tiene, en muchos casos, problemas de construcción, que en nuestra opinión pueden llevar a conclusiones no correctas.

Primero, a partir de IFRS, con la desaparición de la corrección monetaria, la utilidad tiene menos volatilidad, y si bien siguen existiendo cuentas no monetarias, como el resultado de unidades de reajuste o las diferencias de cambio, éstas tienen mayor sentido financiero que lo que tenía la corrección monetaria. Además, hay que tener en cuenta de que lo que realmente



reciben los inversionistas como flujo de caja son los dividendos, que provienen de la utilidad líquida.

Segundo, en muchos casos, específicamente en retail, la determinación de lo que es contabilizado o no en el EBITDA, varía entre países. Por ejemplo, el tratamiento contable del negocio financiero no es estándar dentro de las compañías bajo cobertura en la región, por lo que el EBITDA puede estar sobre/sub estimando el flujo de caja de los activos. En este sentido, creemos que la utilidad rescata tanto los ingresos como los costos de dicho negocio, por lo que preferimos utilizar la relación precio en las comparaciones de valoraciones entre compañías del sector retail, tanto dentro de Chile como en la región.

Tercero, existe una importante diferencia de impuestos entre Chile y otros países de la región. Mientras en nuestro país la tasa impositiva es del 17% (20% en 2011 y 18,5% en 2012), en la mayoría de los casos de nuestros países vecinos dicha tasa está sobre el 30%. Aislar este efecto en el múltiplo FV/EBITDA no es sencillo; mientras, la P/U no sufre esa distorsión porque la utilidad considerada es después de impuestos.

En cuarto lugar, en algunas empresas el cálculo del valor de los activos tiende a ser poco exacto, ya que tienen relevantes participaciones minoritarias dentro de las empresas que consolidan. El múltiplo FV/EBITDA calcula el valor de los activos como la suma de las formas en que éstos fueron financiados, como se puede ver en la figura siguiente. En la mayoría de las empresas, el interés minoritario (que es el porcentaje de propiedad que tienen terceros de empresas consolidadas) es relativamente menor, y por lo tanto despreciable.

Ejemplo de Balance

Activos	Deuda neta
	Interés minoritario
	Patrimonio

Sin embargo, existen algunas compañías, como Endesa o Enersis, que tienen muchos activos consolidados, en diferentes países y hasta negocios, de los cuales son dueños de bastante menos que el 100% de la propiedad. Generalmente, se trata de calcular el valor de mercado del interés minoritario utilizando un múltiplo como la relación libro bolsa. Sin embargo, muchas veces esta relación asigna valoraciones del Holding a las filiales, lo que lo hace perder exactitud. Por ejemplo, una empresa que consolida dos filiales, una filial chilena, de la que es dueña del 100%, y una argentina de la que es dueña de un 50%, estamos claramente sobrevalorando el activo argentino (que tiene mayor riesgo sistemático) al valorizar el interés minoritario por un múltiplo como el libro-bolsa del holding. Esta es la explicación de por qué, en el sector eléctrico, preferimos usar la relación precio-utilidad, más que la P/U.

Finalmente, más allá del múltiplo utilizado, hay que tener en cuenta que muchas veces si solo se consideran los múltiplos se puede llegar a resultados errados. No queremos decir que existen empresas que sean secularmente caras o baratas, sino que, generalmente, existen diferencias en expectativas (utilidad o EBITDA) en consideraciones de riesgo sistemático, o existen fuertes crecimientos en el futuro (caso Colbún), o finalmente, el cálculo del múltiplo requiere ser revisado, como es en los casos mencionados anteriormente.

• ESTIMACIONES 2T10

EXPECTATIVAS PARA RESULTADOS TRIMESTRALES

	UTILIDAD NETA		Var % 2T10E/2T09	EBITDA		Var % 2T10E/2T09
	2T10E	2T09		2T10E	2T09	
BANCO DE CHILE *	107.808	75.003	43,7%	NA	NA	NA
BCI *	52.518	37.926	38,5%	NA	NA	NA
CORPBANCA *	29.774	21.358	39,4%	NA	NA	NA
BANCOS	190.100	134.287	41,6%	NA	NA	NA
ANDINA B *(1)	15.941	18.606	-14,3%	33.982	31.190	9,0%
CCU *	20.619	34.605	-40,4%	45.098	31.661	42,4%
CONCHA Y TORO (1)	10.689	13.301	-19,6%	17.197	17.328	-0,8%
SAN PEDRO	2.115	1.931	9,5%	5.285	4.825	9,5%
BEBIDAS	49.364	68.443	-27,9%	101.562	85.004	19,5%
IAM	10.604	12.063	-12,1%	49.378	45.419	8,7%
CONGLOMERADOS	10.604	12.063	-12,1%	49.378	45.419	8,7%
COLBUN *	30.370	50.487	-39,8%	70.206	49.594	41,6%
ENDESA *	114.806	169.402	-32,2%	278.077	315.228	-11,8%
ENERSIS *	106.248	183.610	-42,1%	576.354	657.607	-12,4%
AES GENER	47.472	65.885	-27,9%	65.352	76.597	-14,7%
ELÉCTRICAS	298.896	469.384	-36,3%	989.989	1.099.025	-9,9%
CMPC*	67.360	14.407	367,5%	153.763	70.462	118,2%
COPEC	123.454	79.502	55,3%	217.106	148.636	46,1%
MASISA (1)	2.005	-10.662	NA	22.069	22.929	-3,7%
PRODUCTOS FORESTALES	192.820	83.248	131,6%	392.939	242.027	62,4%
LAN * (2)	33.176	2.304	1340,2%	120.382	69.408	73,4%
TRANSPORTE	33.176	2.304	1340,2%	120.382	69.408	73,4%
CAP (1)(3)	40.983	-26.758	NA	82.243	21.855	276,3%
SQM (1)	47.818	45.256	5,7%	88.534	82.284	7,6%
MINERÍA	88.801	18.498	380,0%	170.777	104.139	64,0%
CENCOSUD (1)	63.757	8.961	611,5%	123.513	87.982	40,4%
FALABELLA (1)	72.297	33.912	113,2%	143.736	113.238	26,9%
LA POLAR (1)	12.336	10.673	15,6%	16.793	18.410	-8,8%
RIPLEY (1)	7.610	28.566	-73,4%	22.551	-2.203	NA
COMERCIO	156.000	82.111	90,0%	306.593	217.427	41,0%
ENTEL *	41.928	34.090	23,0%	110.546	100.006	10,5%
SONDA *	8.801	6.804	29,4%	18.122	17.368	4,3%
TELECOMUNICACIONES Y TI	50.729	40.894	24,1%	128.668	117.374	9,6%
MUESTRA SI	1.070.489	911.231	17,5%	2.260.288	1.979.823	14,2%

Notas: Todos los crecimientos en pesos reales.

* Empresas que reportaron sus resultados

(1) Para las empresas que reportan por primera vez bajo estándares IFRS, los números históricos del 2T09 corresponden a los reportados por las compañías bajo PCGA chilenos, por lo que no son comparables.

(2) Se muestra EBITDAR en vez de EBITDA.

(3) EBITDA incluye utilidad por empresas relacionadas.

Fuente: Reportes de compañías y estimaciones Santander GBM.

NA: No aplica. NS: no significativo.

• ESTIMACIONES 2T10 EMPRESAS QUE REPORTAN EN DÓLARES.

EXPECTATIVAS PARA RESULTADOS TRIMESTRALES						
	UTILIDAD NETA		Var %	EBITDA		Var %
	2T10E	2T09	2T10E/2T09	2T10E	2T09	2T10E/2T09
ELÉCTRICAS						
COLBUN *	55,5	92,7	-40,1%	128,3	91,1	40,9%
AES GENER	86,8	121,0	-28,3%	119,4	140,7	-15,1%
PRODUCTOS FORESTALES						
CMPC *	123,1	26,5	365,2%	281,0	129,4	117,1%
COPEC	225,6	146,0	54,5%	396,8	273,0	45,3%
MASISA (1)	3,7	(19,6)	NA	40,3	42,1	-4,2%
TRANSPORTE						
LAN (2)	54,5	4,2	1188,7%	249,2	127,5	95,5%
MINERÍA						
CAP (1) (3)	74,9	(49,1)	NA	150,3	40,1	274,4%
SQM (1)	87,4	83,1	5,1%	161,8	151,1	7,1%

Notas: Todos los crecimientos en pesos reales.

(1) Para las empresas que reportan por primera vez bajo estándares IFRS, los números históricos del 2T09 corresponden a los reportados por las compañías bajo PCGA chilenos, por lo que no son comparables.

(2) Se muestra EBITDAR en vez de EBITDA.

(3) EBITDA incluye utilidad por empresas relacionadas.

Fuente: Reportes de compañías y estimaciones Santander GBM.

NA: No aplica. NS: no significativo.

• ÍNDICE

• COMENTARIO SEMANAL: ¡Groso, volvió la P/U!	1
• CALENDARIO DE EVENTOS	6
• NOTICIAS DE LA SEMANA	7
Antofagasta: Resultados 2S10: Débiles, pero podrían ser revertidos en el 3T10	
CMPC: Resultados 2T10: Ligeramente por sobre lo esperado	
Colbún: Resultados 2T10: Cifras por sobre las expectativas, principalmente por eventos temporales	
Colbún: Término de contrato con TGN por gas natural afecta positivamente a la compañía	
Sector Eléctrico: Mercado spot para el mes de julio, Endesa y AES Gener compradores, Colbún vendedor	
• MERCADO ACCIONARIO	13
• COYUNTURA ECONOMICA	14
• RENTA FIJA Y DÓLAR	15
• ESTADISTICAS DE MERCADO	16
• MATERIAS PRIMAS	18
• ESTADISTICAS ECONÓMICAS	19
• GLOSARIO	21
• EQUIPO EDITORIAL	22
• INFORME: COPEC	23

Este informe ha sido preparado sólo con el objeto de brindar información a los clientes de Santander Global Banking & Markets. No es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguna de las acciones o valores que en el se mencionan. Esta información y aquella en la que está basada, han sido obtenidas de fuentes que hasta donde podemos estimar nos parecen confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las proyecciones y estimaciones que aquí se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles. Sin embargo, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe no serán necesariamente actualizadas y pueden ser modificadas sin previo aviso. Santander GBM y/o cualquier sociedad perteneciente al Grupo Santander, tanto local como internacional, puede en cualquier momento tener una posición larga o corta en cualquiera de las acciones o valores mencionados en este informe, y puede comprar o vender libremente esos mismos instrumentos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.

● **CALENDARIO DE EVENTOS** (Desde 23 de agosto 2010 hasta 10 de septiembre 2010)

LUNES 23 Europa PMI compuesto Agosto 56,1	MARTES 24	MIERCOLES 25	JUEVES 26	VIERNES 27 Minutas RPM
LUNES 30 Producción industrial (Julio) Esperamos: 3,0% a/a	MARTES 31 Desempleo (Mayo-Junio-Julio) Esperamos: 8,6%	MIERCOLES 01	JUEVES 02	VIERNES 03 EE.UU. Desempleo (Agosto) Consenso: 9,6%
LUNES 06 Imacec (Julio) Esperamos: 6,0%	MARTES 07	MIERCOLES 08 IPC Agosto Esperamos: 0,2%-0,3%	JUEVES 09	VIERNES 10
LUNES 13	MARTES 14	MIERCOLES 15	JUEVES 16 TPM (Septiembre) Esperamos: 2,5%	VIERNES 17

• NOTICIAS DE LA SEMANA

Antofagasta

Resultados 2S10: Débiles, pero podrían ser revertidos en el 3T10

La compañía reportó los resultados del 2T10, con resultados mixtos, pues si bien el EBITDA del 1S10 creció 75% a/a, en base secuencial decreció 30% t/t. El volumen de ventas alcanzó 112.300 toneladas, aumentando en 9% a/a, pero estando un 4% por debajo del trimestre anterior, principalmente por un retraso en los envíos programados a Los Pelambres debido a condiciones climáticas adversas. El inventario acumulado fue enviado en julio, por lo que esperamos una recuperación de los envíos en el 3T10. El EBITDA del 1S10 fue un 8% por debajo de nuestras estimaciones debido a una disminución de 6% en los precios efectivos del cobre, ya que la compañía llevó a valor de mercado sus envíos en tránsito con el precio de cierre de fines de junio, que fue menor que el promedio del trimestre (US\$2,95/libra versus US\$3,20/libra). Este ajuste podría ser revertido en el 3T10, ya que los precios del cobre se han recuperado hasta los niveles actuales sobre US\$3,25/libra. La compañía aún mantiene una sólida posición de caja de US\$1,4 miles de millones a junio de 2010, levemente por debajo de los US\$1,6 miles de millones de diciembre de 2009. Estos resultados deberían tener un resultado negativo en el precio de la acción, ya que estuvieron por debajo de nuestras estimaciones en un año en el que esperamos ver mejoras en resultados dado el aumento de capacidad y los precios del cobre históricamente altos. Sin embargo, la tendencia continúa siendo positiva, y creemos que algunos de estos eventos negativos probablemente serán revertidos durante el 3T10. Mantenemos nuestra visión positiva respecto a la compañía, dado el significativo crecimiento en volumen y los sólidos fundamentos del cobre.

La minera redujo su *guidance* de producción en 13.000 toneladas, o 2,4%, a 530.000 toneladas, reflejando las estimaciones actualizadas luego del terremoto que afectó a Chile. Sin embargo, de acuerdo a la compañía, la planta en expansión en Los Pelambres fue completada de acuerdo a lo planeado, aumentando su capacidad en más de 30%. Se espera que el proyecto Esperanza comience sus operaciones en el 4T10. Esperamos que estos dos proyectos combinados aumenten la capacidad total de cobre a 700.000 toneladas por año, o 60% sobre la capacidad de 2009. Adicionalmente, las estimaciones de recursos mineral en los depósitos de Caracoles y Telégrafo fueron completadas, aumentando los recursos totales de la compañía en 3,7 millones de toneladas, con una ley de cobre promedio de 0,4%, representando un aumento de capacidad de 15.100 millones de toneladas al cierre de 2009.

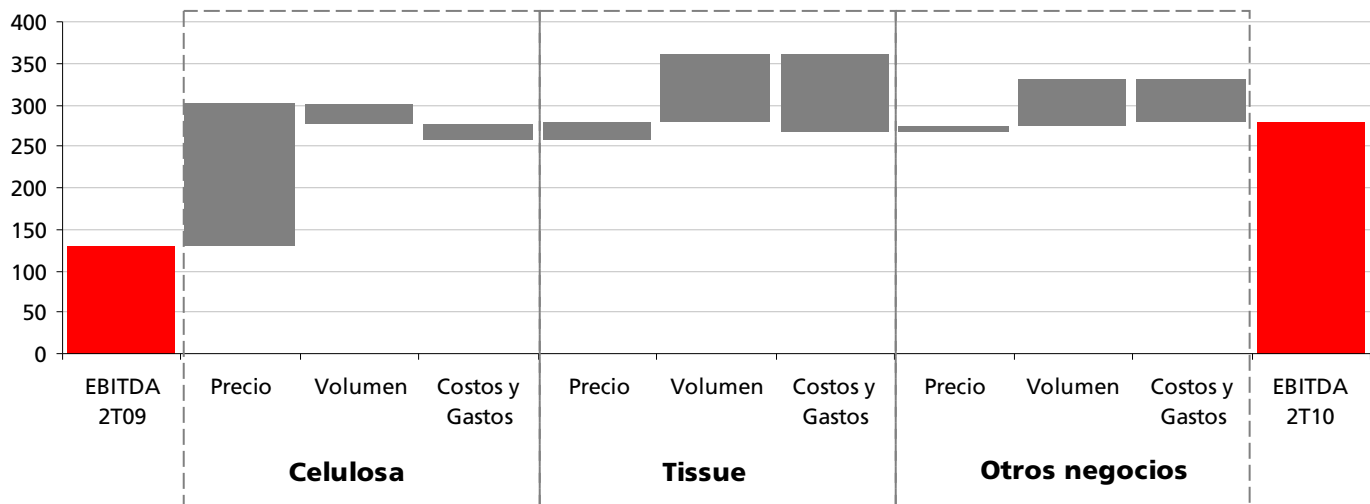
• NOTICIAS DE LA SEMANA

CMPC

Resultados 2T10: Ligeramente por sobre lo esperado

La empresa reportó resultados bastante positivos, mayormente en línea con lo esperado a nivel operacional y por sobre lo estimado en cuanto a última línea. A pesar de que los resultados contabilizan un impacto negativo cercano a US\$46 millones, producto del terremoto de febrero, el positivo escenario de precios de la celulosa, junto con una baja base de comparación, permitieron a la empresa mostrar un muy fuerte crecimiento, duplicando el flujo de caja operacional y triplicando su utilidad. Hay que tener en cuenta, en todo caso, que parte del alza en resultados se explica por el efecto de la consolidación de adquisiciones en Brasil, como la planta de celulosa de Guaíba (desde el 4T09) y la empresa de *tissue*, Melhoramentos (desde el 1 de julio del 2009). Si bien los resultados estuvieron mayormente en línea con lo esperado, producto de los fuertes crecimientos, la acción podría reaccionar positivamente en el corto plazo. En una visión de más largo plazo, esperamos que los crecimientos de resultados decrezcan en los próximos trimestres, no sólo por una base de comparación mayor, sino también porque esperamos que los precios de celulosa se mantengan más bien planos. Es así, como a las valoraciones actuales, reiteramos nuestra recomendación de Mantener.

Componentes del crecimiento de EBITDA de CMPC (millones de US\$)



Fuente: Reportes de la empresa y Santander GBM.

El negocio de celulosa es, por lejos, el principal contribuidor al crecimiento de EBITDA, seguido del negocio forestal. De acuerdo a nuestras estimaciones, un 85% del crecimiento de EBITDA se explica por el negocio de celulosa, lo que a su vez se explica casi en su totalidad por el alza en los precios de la celulosa, moderado en parte por el impacto del terremoto en los volúmenes. Por otro lado, el negocio forestal explicó un 14% del alza de EBITDA, producto de una recuperación en precios, y en menor medida, volúmenes.

En la utilidad neta, la mayor diferencia con respecto a nuestras estimaciones se encuentra en los ajustes de moneda e inflación. Las líneas de indexación de unidades y de diferencias de cambio reportadas fueron de una pérdida por US\$1,9 millones, lo que se compara con los US\$18,6 millones que esperábamos, lo que explica casi totalmente la diferencia de lo reportado y lo esperado en la línea final.

CMPC - RESULTADOS PARA EL SEGUNDO TRIMESTRE 2010 (EN MILLONES DE US\$)						
	2T10	SI EST	% vs SI EST	2T09	% 2T10 vs 2T09	
Ventas	1.006.6	941.8	6.9%	937.6	7.4%	
Res. OP.	206.0	208.1	-1.0%	168.8	22.0%	
EBITDA	281.0	265.5	5.8%	232.9	20.7%	
MARGEN EBITDA	27.9%	28.2%	NA	24.8%	NA	
UTILIDAD NETA	123.1	107.1	14.9%	80.2	53.5%	
UPA	0.56	0.49	14.3%	0.36	55.6%	

Fuentes: Reportes de la empresa y Santander GBM. ND: No Disponible. NA: No Aplica. ^a Excepto para UPA.

• NOTICIAS DE LA SEMANA

Colbún

Resultados 2T10: Cifras por sobre las expectativas, principalmente por eventos temporales

La compañía reportó sus resultados del 2T10, los que estuvieron por sobre nuestras estimaciones. El EBITDA alcanzó US\$128.3 millones, 28% superiores a nuestras expectativas y 31% sobre el consenso de mercado, registrando un aumento de 41% a/a. Las principales diferencias con nuestras proyecciones se explican por dos eventos no recurrentes: (1) por el lado de las ventas, se registró un ingreso extraordinario por US\$10,3 millones, relacionados con un seguro por la interrupción de la central Antihue en 2007; y (2) por el lado de los costos se registró una disminución en las compras de gas por US\$9,1 millones, debido a la reliquidación de cuentas pendientes con la empresa gasífera Total. La suma de estos dos efectos aumenta el EBITDA en US\$19,4 millones y la utilidad neta en US\$16,1 millones, por lo que aislando estos efectos tenemos un EBITDA solamente 8,5% por sobre nuestras estimaciones y 8,7% por sobre en utilidad neta esperada. Creemos que el precio de la acción de Colbún se verá positivamente afectada por los resultados, pero de manera acotada, puesto que la acción ya obtuvo un rendimiento de 3,6% por sobre el IPSA desde el día de la publicación de los resultados.

Removiendo los eventos no recurrentes, las diferencias con nuestras estimaciones se explican por costos operativos levemente inferiores que se compensan casi completamente por menores ventas a clientes regulados. Los costos operativos fueron menores a los esperados por menores precios de los combustibles, en especial diesel. Se esperaba que el costo marginal de una central en base a este último, llegara a US\$140/MWh, mientras que el valor registrado por la compañía fue de US\$130/MWh en promedio (7,2% por debajo de lo esperado). Mientras que el menor valor en ventas se debe al segmento de clientes regulados, que se vieron afectados por precio y volúmenes de venta menores a nuestras estimaciones en 6,5% y 4,5%, respectivamente.

COLBUN - RESULTADOS PARA EL SEGUNDO TRIMESTRE 2010 (EN MILLONES DE US\$)					
	2T10	SI EST	% vs SI EST	2T09	% 2T10 vs 2T09
Ventas	272.9	271.0	0.7%	292.3	-6.6%
Res. OP.	97.4	69.5	40.1%	60.4	61.4%
EBITDA	128.3	100.4	27.8%	91.1	40.9%
MARGEN EBITDA	47.0%	37.1%	NA	31.2%	NA
UTILIDAD NETA	55.5	35.8	55.0%	92.7	-40.1%
UPA	0.003	0.002	55.0%	0.005	-40.1%

Fuentes: Reportes de la empresa y Santander GBM. ND: No Disponible. NA: No Aplica. ^a Excepto para UPA.

• NOTICIAS DE LA SEMANA

Colbún

Término de contrato con TGN por gas natural afecta positivamente a la compañía

La empresa anunció la rescisión del contrato de transporte firme de gas natural desde Argentina, que la vinculaba con HSBC y TGN. Para esto, Colbún se comprometió a pagar varias indemnizaciones: una de US\$5,06 millones (ya cancelada); otra fija por US\$36,65 millones más intereses, pagadera hasta en doce meses; y una variable, en función de la efectiva utilización de un contrato de transporte interrumpible, durante un lapso de 36 meses, con un tope de US\$5,65 millones. De acuerdo a la empresa, el término anticipado de estos contratos implicará ahorros en el pago de un servicio que ya no estaba disponible, por el cual pagaba US\$15,4 millones anuales. Considerando los ahorros e indemnizaciones mencionadas, estimamos que el término de este contrato implica un valor presente neto para la empresa de US\$75,3 millones, por lo que la acción de Colbún debiera subir un 1,6% tras conocerse la noticia. En términos generales, se observa un aumento de demanda eléctrica consistentes con las expectativas de recuperación económicas, y costos marginales que presentan un alza a/a. Para julio, se espera una demanda eléctrica creciente, con un costo marginal del sistema manteniéndose alto, en el rango entre US\$130-140/MWh.

COLBÚN – VPN ESTIMADO TÉRMINO DE CONTRATO PARA IMPORTACIONES DE GAS NATURAL (EN MILLONES DE US\$)				
	2010	2011	2012-2022	2023-2027
Indemnizaciones	-17,3	-24,4		
Ahorros	5,1	15,4	15,4	1,3
Flujo de Caja	-12,2	-9,0	15,4	1,3
Flujo de Caja descontado	-12,1	-8,3	9,4	1,7
VPN (WACC= 9,4%)	75,3			
Capitalización bursátil Colbún	4.661			
Impacto en la acción (%)	1,6%			

Fuentes: Reporte de la compañía y Santander GBM.

Por otro lado, la empresa anunció la suscripción de un acuerdo con IFC (Internacional Finance Corporation), para adquirir el 15% de las acciones que no posee en la filial Hidroeléctrica Aconcagua (HASA), con una capacidad instalada de 91 MW de. El precio pagado es de US\$31,3 millones, equivalentes a una valoración de los activos de HASA en US\$241,1 millones. Estimamos que en esta transacción Colbún estaría pagando unos razonables US\$2,65/MW, ya que si bien está por sobre los US\$2,36/MW de costo promedio de las plantas hídricas en construcción (Angostura, San Pedro y San Clemente), está por debajo de los US\$3/MW que implica construir una central de pasada más pequeña (como San Pedro o San Clemente), lo que es comparable, en cierta manera con los activos de HASA. Sin embargo, dado el tamaño menor de la compra, relativo a Colbún, no esperamos reacción significativa en el precio de la acción.

• NOTICIAS DE LA SEMANA

Sector Eléctrico

Mercado spot para el mes de julio, Endesa y AES Gener compradores, Colbún vendedor

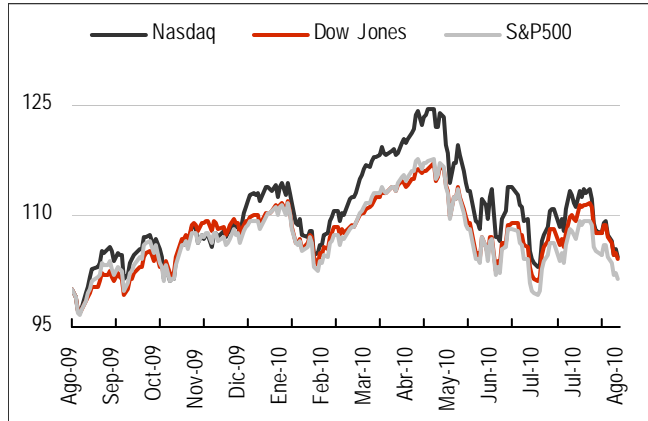
El CDEC publicó los valores de transferencias de energía para julio de 2010 en el SIC. Dentro de las empresas bajo cobertura, la más beneficiada fue Colbún, que registró ventas netas en el mercado spot por Ch\$3.157 millones (96 GWh), viéndose favorecida por su nueva política comercial, al disminuir su energía contratada, para satisfacerla sólo con generación eficiente, incrementando sus márgenes. Por otro lado, Endesa aunque registró ventas físicas netas, debido los altos precios de compra en el mercado spot, en términos monetarios el resultado fue una compra neta (- \$4.534 millones o +21,4 GWh). Se espera que Endesa registre menores ventas en el mercado spot hasta la entrada en operaciones de su central Bocamina (septiembre), que se encuentra detenida desde el sismo ocurrido a principios de año. Por último, la principal compradora neta durante el mes de julio fue AES Gener, al registrar compras por \$6.901 millones (-50 GWh) a un elevado precio, dado el alto costo marginal promedio durante el mes. Este último fue de US\$138,1/MWh, aumentando 36,1% a/a, aunque siendo 6,9% inferior al del mes previo (US\$148,0/MWh). Para agosto, esperamos que la tendencia continúe, dados los bajos niveles de los embalses y los altos costos marginales, que esperamos se encuentren entre los US\$140 – 150/MWh. En este sentido, a principios de agosto la energía embalsada se encontraba un 33,1% por debajo del año pasado y 10,5% por debajo de los valores de finales de junio.

TRANSFERENCIAS DE ENERGÍA JULIO 2010 MERCADO SPOT SIC (CH\$MM)			
	ENDESA	GENER	COLBUN
Transferencias Físicas de Energía (GWh)	21,4	-50,0	96,0
Transferencias de Energía	-4.534,5	-6.901,3	3.157,9
Otros Pagos	-94,2	-41,6	-10,4
Devoluciones IT	2.364,5	729,7	1.156,8
Transferencias Potencia	-2.474,6	-664,5	1.004,8
Total valorizado (Ch\$)	-4.738,9	-6.877,7	5.309,1
Total valorizado (US\$MM)	-8,91	-12,93	9,98
Precio Promedio compra/venta (US\$/MWh)	NS	258,7	104,0

NS No significativo. Tipo de Cambio promedio julio (Ch\$531,72/US\$). Fuentes: Colbún y Santander GBM.

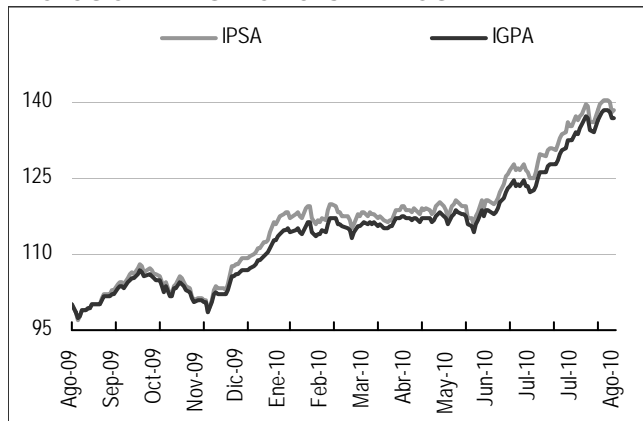
● MERCADO ACCIONARIO

EVOLUCIÓN MERCADO BURSÁTIL INTERNACIONAL



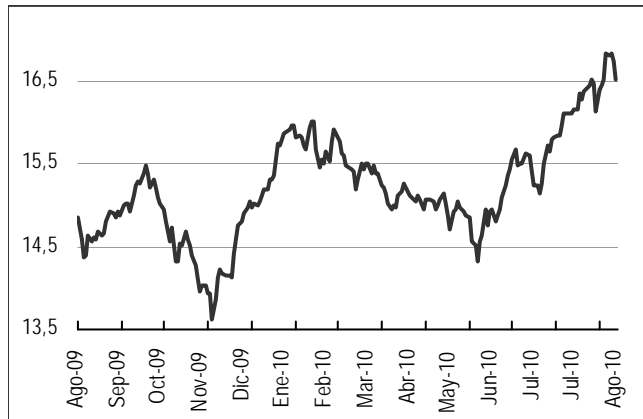
Fuente: Bloomberg y Santander GBM

EVOLUCIÓN MERCADO BURSÁTIL LOCAL



Fuente: Bolsa de Comercio, Bolsa Electrónica y Santander GBM

IPSA P/U NORMALIZADA



Fuente: Bolsa de Comercio, Bolsa Electrónica y Santander GBM

Una jornada negativa registraron los mercados internacionales, arrastrados por la negativa evolución de las bolsas en Estados Unidos, debido a que los inversionistas han ido incorporando en sus estimaciones un mayor nivel de aversión al riesgo en sus decisiones de inversión, debido a las últimas cifras macro conocidas en dicho país. En este sentido, el VIX, índice que mide la volatilidad incluida en el mercado de derivados de S&P en EEUU, se ha mantenido dentro de los niveles de los 25 pts, manteniendo los altos valores registrados durante las pasadas semanas.

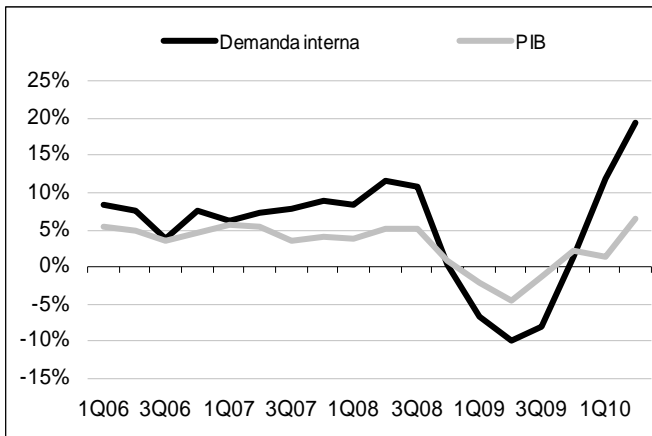
Con esto, el Dow Jones retrocedió 0,6% y el S&P-500 0,7%. En Europa los resultados fueron mixtos, el DAX de Alemania cayó 0,9%, mientras el FTSE-100 de Inglaterra y el IBEX-35 de España subieron en 0,1% y 0,5%, respectivamente. Por su parte, como es también de esperar, Chile tuvo un desempeño negativo, el IPSA cayó en 0,7%, alcanzando 4.480 puntos. Con respecto a acciones en particular, las mayores caídas fueron anotadas por Cencosud (-5,0%) y Madeco (-5,0%), mientras por el lado positivo, destacamos a CCU y Andina, que registraron aumentos de 4,9% y 4,1%, respectivamente.

Afectando a empresas en específico, de acuerdo a la prensa, Potash Corp estaría negociando con otras compañías para bloquear la OPA lanzada por BHP Billiton por US\$39 mil millones. De acuerdo a los medios, como potenciales interesados podrían estar Sinochem, empresa estatal china, socia de Potash Corp en la empresa distribuidora de fertilizantes Sinofert, junto con fondos de inversión chinos. Por otro lado, VALE, la mayor empresa latinoamericana por capitalización bursátil, mencionó en un comunicado no estar en negociaciones para adquirir a la canadiense, por lo que las noticias que habían aparecido en los medios que vinculaban a la brasileña con una oferta adicional por Potash Corp serían infundadas. En el caso de surgir una nueva oferta competidora, o en el evento de que BHP Billiton mejore su oferta, creemos que podría tener un relevante impacto positivo en la acción de SQM.

• COYUNTURA ECONÓMICA

EVOLUCIÓN PIB

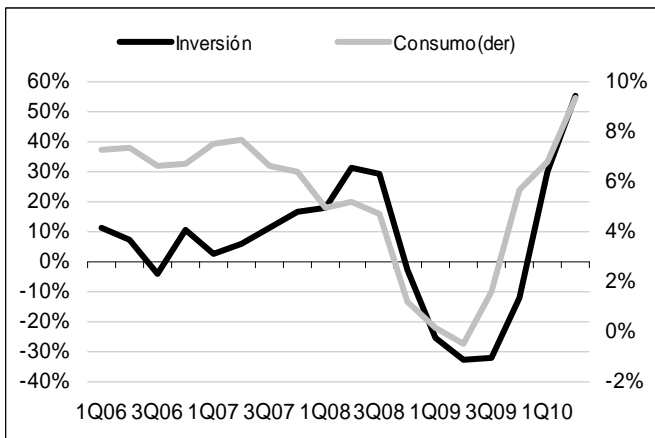
(2006 – 2010)



Fuente: Banco Central y Santander GBM.

EVOLUCIÓN GASTO

(2006 – 2010)



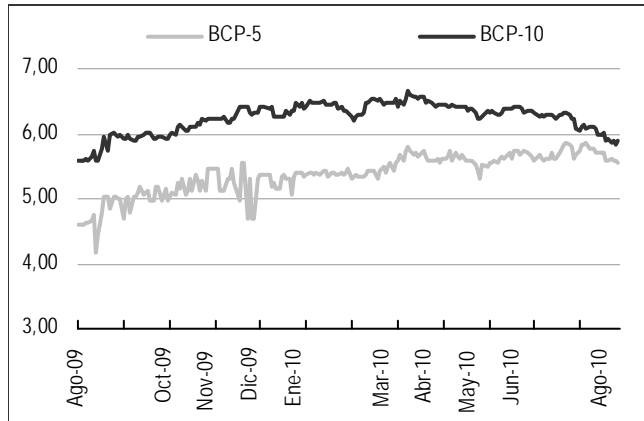
Fuente: Bloomberg y Santander GBM.

La CNC informó que las ventas de comercio en Santiago crecieron 25% a/a en julio, acelerando marginalmente al comparar con los meses anteriores. Este indicador anticipa que las ventas de comercio a nivel nacional, las cuales informará el INE el próximo lunes, deberían mostrar un crecimiento en torno al 20%, apoyando un Imacec de julio cercano a 6% a/a. Por su parte, esperamos que la producción industrial crezca 3% en el mes.

Es importante notar que el alto dinamismo del consumo se mantiene ya por 3 trimestres. Si la tendencia continúa, podría materializarse uno de los riesgos al alza de la actividad: que el consumo muestre una desaceleración menor a la esperada. En efecto, ya en julio el comercio no reflejó el impacto positivo del mundial y del reemplazo de bienes afectados por el terremoto. En base a lo anterior, a los buenos fundamentos del consumo mirando hacia adelante, y a las expectativas de que la construcción y el gasto público contribuyan más al crecimiento, consideramos necesario que el Banco Central continúe con el retiro del extraordinario estímulo monetario, con un alza de 50 pbs en septiembre, para llegar rápidamente a un nivel neutro a mediados de 2011.

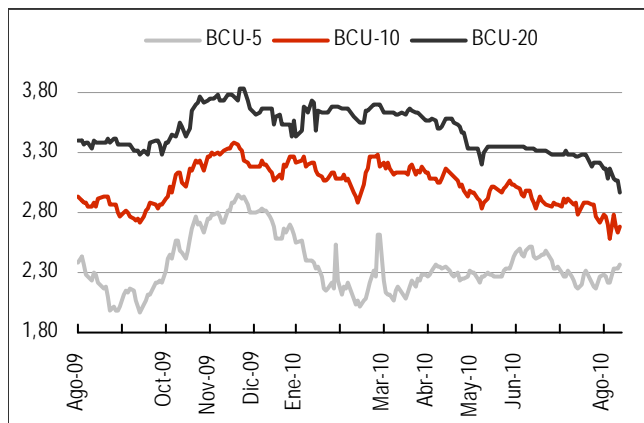
● RENTA FIJA Y DÓLAR

EVOLUCIÓN DE TASAS NOMINALES



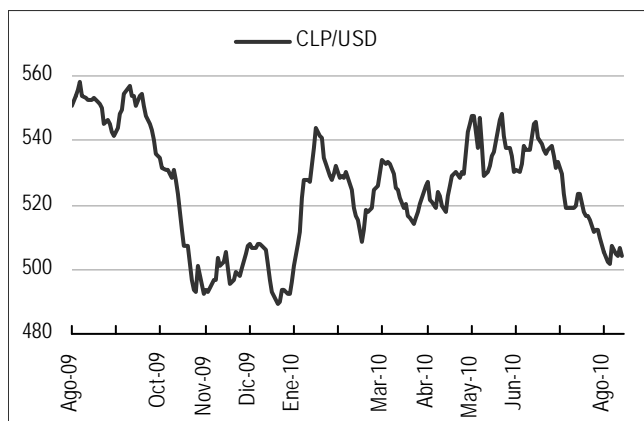
Fuente: Bloomberg, Reuters y Santander GBM,

EVOLUCIÓN DE TASAS EN UF



Fuente: Bloomberg, Reuters y Santander GBM,

TIPO DE CAMBIO



Fuente: Bloomberg, Reuters y Santander GBM,

Al igual que en la semana anterior, las tasas nominales cortas han mostrado una corrección, de la mano de la apreciación del tipo de cambio, y de la posibilidad de que ello implique una persistente menor inflación, permitiendo un menor ajuste de la política monetaria. Asimismo, flujo *offshore* ha tomado posiciones apostando a que el BCCh no continuará con el alza de la TPM en 2011, similar a lo que ha pasado en Brasil

Creemos que esta tendencia no se mantendría, por lo cual esperamos que las tasas nominales corrijan al alza. La TPM implícita para fines de 2011 se ubica hoy en 4,0%, un valor muy bajo, dado el cierre de brechas y el alto crecimiento esperado. Más aún, al comparar con la economía brasileña, donde su Banco Central moderó su discurso de la mano de la desaceleración de la actividad (especialmente la industria), en el caso chileno, las fuentes de crecimiento económico son internas (como es el caso de la construcción, por los planes de reconstrucción, y el gasto público, que aún se muestra contenido), donde el impacto de un menor dinamismo internacional es limitado.

Respecto al tipo de cambio, es importante notar que un valor en torno a \$504/USD es equivalente a un tipo de cambio real (TCR) de 89-90, valor que está en línea con los fundamentos según el Banco Central. Así, vemos que una potencial intervención sería más probable con TCR en 84 o menos, que es equivalente hoy, *ceteris paribus*, a \$476/USD.

En base a lo anterior, creemos que el peso tiene espacio para apreciarse hasta \$490/USD, bajo condiciones internacionales favorables.

● ESTADÍSTICAS DE MERCADO

EVOLUCIÓN PRECIO Y RECOMEDACIONES DE LARGO PLAZO								
ACCIÓN	Recomendación	PRECIO 26-08-2010	VARIACIÓN			RANGO 12 MESES		CAPITALIZACIÓN Bursátil
			Semana	Año	12 Meses	Mayor	Menor	
Almendral	SR	58,8	-1,3%	11,9%	13,5%	61,0	46,8	1.580,3
Andina-B	Comprar	2.270,0	0,4%	30,7%	36,4%	2.425,0	1.520,0	3.428,7
Antarchile	SR	10.281,0	-3,0%	10,6%	15,5%	10.789,0	8.350,0	9.321,7
Banco de Chile	Comprar	64,9	-1,6%	44,3%	52,8%	69,3	39,8	10.649,1
Banmédica	SR	720,0	5,0%	30,9%	28,6%	720,0	520,0	1.151,1
BCI	SR	27.035,0	2,0%	63,1%	75,5%	27.500,0	14.869,0	5.538,0
CAP	Comprar	19.471,0	-0,9%	30,2%	43,1%	19.868,0	12.981,0	5.781,2
CCU	Comprar	5.780,7	4,0%	45,0%	52,9%	5.780,7	3.540,8	3.657,9
Cencosud	Mantener	3.010,6	-0,3%	75,1%	100,2%	3.170,1	1.412,2	13.078,3
CGE	SR	3.300,0	2,2%	-2,6%	-8,1%	3.660,0	2.996,3	2.268,6
CMPC	Mantener	22.962,0	-1,5%	13,9%	42,6%	24.886,0	15.700,0	10.036,2
Colbún	Comprar	138,0	0,0%	6,5%	4,1%	142,5	116,5	4.807,5
Concha y Toro	Comprar	1.185,0	-3,3%	7,2%	2,2%	1.298,9	990,1	1.759,0
Copec	Mantener	8.555,1	-3,8%	12,2%	26,7%	8.894,2	6.467,8	22.093,2
CorpBanca	Mantener	6,1	-0,3%	48,8%	84,8%	6,3	3,2	2.749,9
D&S	Reducir	196,0	-2,0%	-4,8%	-4,8%	227,0	190,0	2.539,0
Edelnor	SR	1.211,7	0,2%	34,3%	69,2%	1.249,0	675,0	1.098,8
Endesa Chile	Comprar	853,9	0,7%	-1,1%	-3,7%	924,7	767,6	13.913,2
Enersis	Mantener	215,7	-0,8%	-6,6%	6,5%	244,4	182,8	13.992,2
Entel	Comprar	8.188,7	-0,7%	11,6%	7,8%	8.390,3	6.805,0	3.847,9
Falabella	Comprar	4.090,6	-0,7%	36,5%	83,1%	4.190,0	2.246,8	19.426,3
Forus	SR	1.180,0	2,6%	90,3%	110,7%	1.185,0	535,0	605,9
Gener	Comprar	276,0	-4,6%	20,5%	17,4%	289,2	221,1	4.424,9
IAM	Mantener	739,8	-0,5%	21,5%	20,3%	746,3	585,0	1.469,9
Iansa	SR	45,8	2,9%	83,4%	31,2%	47,0	24,0	242,4
La Polar	Comprar	3.375,5	-0,4%	17,0%	50,9%	3.501,8	2.314,2	1.671,8
Lan Airlines	Comprar	13.168,0	-6,1%	52,0%	93,7%	14.220,0	6.428,6	8.889,4
Madeco	SR	30,1	-3,5%	-5,9%	-19,1%	36,9	27,4	331,4
Masisa	Mantener	79,3	-0,8%	5,7%	6,4%	84,1	69,5	1.097,3
Multifoods	SR	231,9	1,6%	168,1%	153,4%	247,6	82,0	547,1
Parque Arauco	SR	829,0	4,2%	42,9%	61,0%	847,0	485,0	1.000,1
Ripley	Comprar	617,7	2,3%	45,2%	53,7%	640,0	378,0	2.376,0
Salfacorp	SR	1.256,0	-1,8%	44,5%	60,0%	1.314,9	723,3	590,9
Santander	SR	40,5	-0,6%	31,8%	48,4%	43,5	25,5	2.027,7
Sigdo Koppers	SR	745,0	0,7%	60,9%	44,7%	785,0	435,0	1.184,1
Socovesa	SR	280,0	-1,4%	55,6%	79,5%	288,0	155,0	680,9
Sonda	Comprar	890,0	-0,4%	12,7%	16,6%	914,8	724,8	1.363,4
SQM-B	Mantener	21.500,0	-1,1%	11,7%	8,9%	21.982,0	17.561,0	11.242,4
IPSA		4.455,1	-1,3%	24,4%	36,4%	4.523,5	3.132,9	192.463,7
Invermar	SR	336,0	-7,1%	135,0%	83,6%	387,9	130,0	155,4
Enaex	SR	5.000,0	-1,9%	40,8%	37,0%	5.150,0	3.480,1	1.221,8
San Pedro	Mantener	4,5	-0,4%	21,1%	10,1%	4,8	3,7	355,8

SR: Sin Recomendación, R: Acción bajo restricción auto impuesta, Fuente: Reuters, Bloomberg y Santander GBM,

VALORACIONES DE EMPRESAS

	Recomendación	PRECIO 26-08-2010	P/E			FV/EBITDA			B/L 2010	PR, DIV Yield (%)
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E		
Banco de Chile	Comprar	64,93	6,6	16,1	14,4	NA	NA	NA	3,8	2,1
BCI	SR	27.035,00	4,6	11,5	12,6	NA	NA	NA	2,7	5,9
CorpBanca	Mantener	6,10	5,4	11,8	15,9	NA	NA	NA	2,7	4,8
Bancos			5,9	13,9	14,0	NA	NA	NA	3,2	3,5
Andina-B	Comprar	2.270,00	11,5	13,4	16,3	5,9	7,4	9,2	4,3	5,1
CCU	Comprar	5.780,70	12,9	12,5	19,1	8,2	9,8	12,8	3,3	3,9
Concha y Toro	Comprar	1.185,00	19,9	17,9	24,1	14,9	18,0	17,9	2,8	2,1
San Pedro	Mantener	4,48	126,3	22,1	25,5	12,5	9,5	12,3	0,9	1,4
Bebidas			14,0	14,1	18,8	8,4	10,0	12,1	3,1	3,8
IAM	Mantener	739,84	11,5	10,0	12,4	6,8	7,4	8,6	1,3	10,2
Sigdo Koppers	SR	745,00	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,0
Conglomerados			18,6	16,1	22,3	6,8	7,4	8,6	2,4	6,3
Colbún	Comprar	137,99	61,5	19,1	28,0	15,5	NA	14,8	1,3	0,8
Endesa Chile	Comprar	853,85	13,5	11,1	15,3	10,4	9,3	11,1	3,2	3,3
Enersis	Mantener	215,70	10,4	11,5	15,2	6,2	6,9	7,5	2,0	4,5
Gener	Comprar	276,00	15,6	11,1	16,3	8,9	9,4	9,3	1,5	4,6
Eléctricas			13,5	11,9	16,3	7,9	8,1	9,0	2,1	3,6
Iansa	SR	45,75	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,0
Invermar	SR	336,00	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,0
Multifoods	SR	231,86	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,0
Alimentos			NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,0
CMPC	Mantener	22.962,00	9,1	33,6	20,6	5,7	17,3	11,0	1,4	2,2
Copac	Mantener	8.555,10	17,0	33,9	23,2	8,5	20,7	13,5	2,3	1,8
Masisa	Mantener	79,30	28,2	NA	58,2	10,8	12,5	12,6	1,1	0,5
Productos Forestales			14,7	37,5	23,0	7,7	18,9	12,6	1,9	1,9
Enaex	SR	5.000,00	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,0
Lan Airlines	Comprar	13.168,00	8,1	25,7	28,0	5,2	10,2	11,9	6,7	1,4
Madeco	SR	30,10	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,0
Industrial y Transporte			10,7	31,3	33,0	5,2	10,2	11,9	7,9	1,2
Antofagasta	Comprar	15,72	3,6	22,2	12,4	2,4	10,7	6,3	3,0	5,4
CAP	Comprar	19.471,00	5,4	NA	14,3	5,3	54,5	9,4	3,4	1,8
SQM-B	Mantener	21.500,00	1,3	30,2	31,9	1,3	18,4	19,4	6,9	1,9
Minería			3,3	29,2	16,2	2,5	14,3	8,8	3,8	3,7
Cencosud	Mantener	3.010,60	12,5	39,0	32,0	8,1	12,2	15,5	2,4	-0,8
Falabella	Comprar	4.090,60	20,0	36,0	30,4	14,2	19,8	22,9	4,0	1,0
La Polar	Comprar	3.375,50	6,5	13,9	17,7	5,8	13,0	12,4	2,4	2,5
Ripley	Comprar	617,71	19,6	125,8	74,3	8,8	NM	24,7	1,8	0,2
Comercio			19,0	33,5	28,7	10,9	16,0	17,6	2,8	0,6
Entel	Comprar	8.188,70	10,8	10,0	13,3	4,7	5,1	5,7	2,9	6,4
Sonda	Comprar	890,00	19,5	18,8	17,5	6,4	8,8	8,6	2,3	3,2
Telecomunicaciones y TI			17,3	14,8	18,0	5,0	5,6	6,2	3,4	4,3
Muestra SI			9,9	20,1	19,6	7,4	11,9	11,8	2,7	2,7
Muestra SI ex Antofagasta			11,6	19,9	20,7	8,0	12,0	12,7	2,6	2,4

Nota: Múltiplos calculados en base a las empresas de nuestra muestra, R: Acción bajo restricción autoimpuesta, SR: Sin recomendación,

E: Estimación de Santander GBM; ND: No Disponible; NA: No Aplicable; CPCU: Crecimiento Ponderado Compuesto de Utilidades,

La relación P/U histórica (2004 y 2005) se obtiene con precios de cierre históricos y utilidades efectivas de cada año,

Fuente: Santander GBM,

● MATERIAS PRIMAS

ESTIMACIONES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS, 2007-2012E

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
INDUSTRIALES							
Cobre	U\$/lb	3,21	3,20	2,35	3,38	3,74	3,74
Níquel	U\$/TM	37,044	20,831	14,668	20,973	22,021	22,021
Aluminio	U\$/TM	2,639	2,611	1,669	2,237	2,282	2,328
Hojalata	U\$/TM	14,478	18,620	13,592	18,792	20,201	22,222
Plomo	U\$/TM	2,564	2,068	1,719	2,379	2,600	3,000
Zinc	U\$/TM	3,224	1,877	1,659	2,398	2,517	2,895
Molibdeno	U\$/lb	30,42	29,67	11,42	17,47	18,34	19,26
PRECIOSOS							
Oro	US\$/Oz	696,6	875,3	973,8	1,132,4	1,155,0	1,192,0
Plata	US\$/Oz	13,4	15,1	14,7	17,0	18,4	18,6
ACERO							
Chatarra	U\$/TM	281,2	444,1	247,4	405,7	466,6	466,6
Billet	U\$/TM	496,2	810,0	406,3	607,0	728,5	728,5
Alambrón	U\$/TM	533,8	1,001,9	482,1	672,5	807,0	807,0
Planchón (plano)	U\$/TM	475,3	730,8	384,2	591,1	709,3	709,3
Acero plano rolado en caliente (HR)	U\$/TM	551,4	890,5	456,7	671,1	805,3	805,3
Acero plano rolado en frío (CR)	U\$/TM	634,4	962,9	556,7	752,7	846,8	846,8
Aceros recubiertos	U\$/TM	830,0	887,2	656,7	836,3	961,7	961,7
MINERALES							
Hierro *	U\$/TM	0,81	1,21	1,15	1,91	2,44	2,44
CELULOSA							
NBSK	US\$/Ton	798,1	846,3	630,7	919,9	938,3	975,0
BHKP	US\$/Ton	705,5	783,0	660,9	827,0	860,0	900,0

* por unidad de hierro, finos en Carajás, Fuentes: Bloomberg y Santander GBM,

● ESTADÍSTICAS ECONÓMICAS

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ANUALES	2007	2008	2009E	2010P	2011P
Cuentas Nacionales					
PIB (var. real % a/a)	4,7	3,2	-1,5	4,9	6,3
Demanda interna (var. real % a/a)	7,8	7,4	-5,9	12,2	8,5
Consumo total (var. real % a/a)	7,1	4,2	1,8	6,8	6,8
Consumo privado (var. real % a/a)	6,9	4,3	0,9	7,0	6,7
Consumo público (var. real % a/a)	8,0	4,0	6,8	6,1	6,8
Inversión (var. real % a/a)	9,9	17,0	-26,1	31,6	13,6
Formación bruta capital fijo (var. real % a/a)	12,0	19,5	-15,3	15,3	12,4
Gasto público (var. real % a/a)	8,5	7,7	14,0	12,1	7,7
Producción industrial (var. real % a/a)	3,1	0,0	-6,7	0,5	6,5
Exportaciones (var. real % a/a)	7,6	3,1	-5,6	1,8	8,7
Importaciones (var. real % a/a)	14,9	12,9	-14,3	19,8	13,1
PIB (US\$ miles de millones)	164,0	169,2	163,8	187,1	192,8
PIB per cápita (US\$)	9.878	10.094	9.677	10.944	11.178
Tipo de Cambio y Mercado Monetario					
Inflación del IPC (% a diciembre)	7,8	7,1	-1,4	3,7	3,4
Inflación del IPCX (% a diciembre)	6,5	8,6	-1,8	3,0	3,1
Inflación del IPCX1 (% a diciembre)	6,3	7,8	-1,1	2,4	2,8
Tipo de cambio CLP/US\$ (Cierre año)	498	639	507	526	536
Tipo de cambio CLP/US\$ (Promedio año)	522	523	559	523	534
Tasa de política monetaria (Cierre año)	6,0	8,3	0,5	3,5	5,75
Tasa de política monetaria (Promedio año)	5,3	7,2	1,8	1,4	4,8
Base monetaria (US\$ miles de millones)	5,6	6,8	7,5	7,9	10,3
M1 (var. nominal % a/a)	17,9	12,0	14,2	27,3	0,7
BCU-10 (Cierre año)	3,0	3,2	3,3	3,0	2,9
BCP-10 (Cierre año)	6,3	6,1	6,3	6,1	5,9
Indicadores Política Fiscal					
Balance del Gobierno Central (% PIB)	8,8	5,3	-4,0	-1,8	-0,8
Balance primario Gobierno Central (% PIB)	9,4	5,8	-3,4	-1,2	-0,2
Necesidades financieras (a) (US\$ miles de millones)	0,0	0,0	6,2	3,2	1,6
Deuda bruta Gobierno Central (US\$ miles de millones)	6,7	8,8	11,1	14,2	17,6
En moneda local (US\$ miles de millones)	3,3	5,3	7,8	9,7	12,3
En moneda extranjera (US\$ miles de millones)	3,5	3,5	3,3	4,6	5,3

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS ANUALES	2007	2008	2009E	2010P	2011P
Balanza de Pagos					
Balanza comercial (US\$ miles de millones)	23,6	8,8	13,3	16,0	15,6
Exportaciones (US\$ miles de millones)	67,7	66,5	53,0	66,3	71,8
Importaciones (US\$ miles de millones)	44,0	57,6	39,7	50,3	56,2
Débitos de rentas y servicios (US\$ miles de millones)	14,0	15,7	14,2	17,7	19,5
Créditos de rentas y servicios (US\$ miles de millones)	33,6	30,9	25,9	36,5	39,5
Transferencias corrientes netas (US\$ miles de millones)	3,1	2,9	2,1	3,1	3,2
Cuenta Corriente (US\$ miles de millones)	7,2	-3,4	4,5	0,2	-1,1
Cuenta Corriente (% PIB)	4,4	-2,0	2,9	0,1	-0,6
Inversión extranjera directa neta (US\$ miles de millones)	9,6	9,9	5,5	10,2	11,5
Índice de Términos de intercambio (var. % a/a)	1,5	-15,0	0,8	26,6	-2,3
Precio del cobre (Promedio anual, US\$ por libra)	3,23	3,16	2,32	3,27	3,28
Precio del petróleo WTI (Promedio anual, US\$ por barril)	72,3	99,6	61,8	80,6	85,0
Deuda y Activos Externos					
Activos soberanos externos (US\$ miles de millones)	38,2	50,8	41,2	44,0	45,7
Activos externos Gobierno Central (US\$ miles de millones)	21,3	27,6	17,1	15,3	16,3
Reservas internacionales Banco Central (US\$ miles de millones)	16,9	23,2	24,1	28,7	29,4
Deuda interna total sector público (US\$ miles de millones)	20,3	29,5	26,2	33,7	38,7
Deuda interna total sector público (% del PIB)	12,4	17,4	16,6	18,8	21,0
Deuda externa total (US\$ miles de millones)	55,7	64,8	64,4	73,6	79,3
Corto plazo original (menos de 12 meses) (US\$ miles de millones)	11,1	14,9	13,8	17,2	18,6
Largo plazo original (más de 12 meses) (US\$ miles de millones)	44,6	49,9	50,6	56,5	60,7
Deuda externa total (% del PIB)	34,0	38,3	40,9	41,1	42,9
Deuda externa total (% exportaciones de bienes y servicios)	72,7	83,9	101,7	93,9	93,4
Índice de servicio de deuda (b)	31,8	25,7	31,5	33,4	32,0
Mercado Laboral					
Índice de remuneraciones (var. real % a/a)	2,8	-0,2	4,4	2,6	3,1
Tasa de desempleo (promedio anual)	7,0	7,7	9,6	9,2	8,8
Tasa de creación de empleo (var. % a/a)	2,6	3,2	-0,5	4,0	3,3
Masa salarial promedio (var. real % a/a)	5,5	3,0	3,9	6,6	6,4

Fuente: Banco Central, INE, Dirección de Presupuestos y Santander GBM,

● GLOSARIO

Capitalización Bursátil: Representa el patrimonio de la compañía, valorado a precio de mercado, Se calcula multiplicando el precio de la acción por el total de acciones de una empresa.

Interés Minoritario: Representa la porción de patrimonio que tienen los accionistas minoritarios de las filiales de una compañía.

FV: Representa el valor de mercado de los activos de una compañía y sus siglas vienen de su nombre en inglés (*Firm Value*), Se calcula como la capitalización bursátil de una empresa más la deuda financiera neta más el interés minoritario multiplicado por el valor B/L de la compañía.

EBITDA: Aproximación del flujo de caja generado por los activos operacionales de una compañía, Se calcula como resultado operacional más depreciación.

EBITDAR: Se utiliza en el sector de aerolíneas y ajusta el EBITDA por los arriendos de aviones, para conseguir una mejor aproximación del flujo de caja generado por sus activos operacionales, Se calcula como resultado operacional más depreciación más arriendos de aviones.

FV/EBITDA: Múltiplo de valoración que se obtiene de dividir el FV (Firm Value) de una compañía por su EBITDA, Un múltiplo mayor es justificado cuando se esperan mayores perspectivas de crecimiento en el EBITDA de una compañía, o cuando existen diferencias de tasa de descuento, Usualmente una buena forma de determinar si su nivel está alto o bajo es compararlo con respecto al múltiplo histórico de una misma compañía o con las otras empresas de su industria.

P/U: Múltiplo de valoración que se calcula dividiendo el precio de una acción por la utilidad por acción que una empresa haya obtenido, Su uso es similar al del FV/EBITDA, aunque en algunos casos se muestra más distorsionado que éste, al incluir las ganancias y/o pérdidas no operacionales de las compañías.

P/U Normalizada: Ajuste del múltiplo P/U, en el que se eliminan de la utilidad los efectos de los "otros ingresos", de los "otros egresos", de la corrección monetaria y de las diferencias de cambio, Estos ajustes se realizan debido a que estas cuentas no representan un impacto recurrente en la utilidad de las compañías.

B/L: Múltiplo de valoración que se obtiene al dividir el precio de mercado de una acción por su valor contable, Representa la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable (histórico) del patrimonio de una compañía, Se usa principalmente en el sector bancario,

Float: Porcentaje de las acciones de una compañía que se transa en el mercado, Se calcula como el porcentaje de propiedad de una empresa que no está en manos de sus controladores.

Dividend Yield: Retorno esperado por dividendos en un año particular, calculado como el dividendo por acción dividido por su precio en un momento dado.

ROE: Múltiplo de rentabilidad que mide la utilidad obtenida por unidad de patrimonio invertido, Se calcula dividiendo la utilidad neta por el patrimonio contable de una empresa.

Ratio de ADR: Cantidad de acciones locales necesarias para generar un ADR de una compañía en particular.

GAV: Gastos de Administración y Ventas.

● CÓDIGO DE INVERSIÓN (Horizonte de 12 a 24 meses)

COMPRAR	Se espera que supere el rendimiento del mercado en más de 10%.
MANTENER	Se espera que su rendimiento se encuentre dentro de un -10% y un 10%, respecto al rendimiento del mercado.
REDUCIR	Se espera que tenga un retorno a la rentabilidad del mercado.

• EQUIPO EDITORIAL

Joaquín Quirante	:	Director General
Francisco Errandonea	:	Gerente de Estudios de Renta Variable
Carmen Concha	:	Analista Senior Retail y Transporte
Juan Pablo Castro	:	Economía y Renta Fija
Cristóbal Mora	:	Analista Senior Materias Primas
Carlos Herrera	:	Analista Bancos, Bebidas y Telecom
Cristian Jadue	:	Analista Eléctricas y Sanitarias
Ana María Erazo	:	Asistente

SANTANDER CORREDORES DE BOLSA

(56-2) 336 34 00

Este informe ha sido preparado sólo con el objeto de brindar información a los clientes de Santander Global Banking & Markets. No es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguna de las acciones o valores que en el se mencionan. Esta información y aquella en la que está basada, han sido obtenidas de fuentes que hasta donde podemos estimar nos parecen confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las proyecciones y estimaciones que aquí se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles. Sin embargo, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe no serán necesariamente actualizadas y pueden ser modificadas sin previo aviso. Santander GBM y/o cualquier sociedad perteneciente al Grupo Santander, tanto local como internacional, puede en cualquier momento tener una posición larga o corta en cualquiera de las acciones o valores mencionados en este informe, y puede comprar o vender libremente esos mismos instrumentos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.

Santiago, 25 de agosto de 2010

Chile – Forestal

COPEC

MANTENER

Perspectivas Positivas Ya Incorporadas

Cristóbal Mora*

 Chile: Santander Investment Chile Limitada
 (562) 336-3358

Victoria Santaella

 New York: Santander Investment Securities Inc.
 (212) 350-3919

(23/08/10)
PRECIO ACTUAL: CH\$8.750/US\$17,36
PRECIO OBJETIVO: CH\$9.800/US\$19,20

¿Qué ha cambiado?

Recomendación	A Mantener desde Comprar
Precio Objetivo (Ch\$)	Intro 2011 de 9.800
Est EBITDA (US\$ Mn)	'10 a 1.879 desde 1.811 '11 a 2.213 desde 2.092 Intro '12 de 2.452

Estadísticas de la empresa

Bloomberg	COPEC CI
Rango 52 Semanas (Ch\$)	6.467,8 – 8.894,2
2010E P/U Rel a IPSA (x)	1,13
2010E P/U Rel a Sector Forestal (x)	2,27
IPSA (Ch\$)	4.523,65
TACC EBITDA (09-12E)	30,9%
Capitalización Bursátil (US\$ Mn)	22.571,4
Float (%)	39
Vol Trans Prom 3-M (US\$ 000)	7,4
Nº Acciones	1.300
Deuda Neta/ Patrimonio (x)	0,32
Valor libro por ADR (US\$)	6,57

Estimaciones e Indicadores de Valoración

	2009	2010E	2011E	2012E
Ut. Neta (Ch\$)	305.204	505.591	673.957	777.330
UPA (Ch\$)	234,8	389,0	518,5	598,0
Ut. Neta (US\$)	573,9	950,7	1.267,3	1.461,7
UPA (US\$)	0,44	0,73	0,97	1,12
P/U (x)	34,0	23,7	17,8	15,4
P/Ventas (x)	2,0	2,0	1,8	1,8
P/CE (x)	18,5	13,6	12,1	11,1
FV/EBITDA (x)	20,7	13,8	11,6	10,2
FV/Ventas (x)	2,2	2,3	2,0	1,9
Rend. FC (%)	5,4	-2,7	-0,2	1,6
Div por Acción (Ch\$)	0,15	0,27	0,36	0,42
Rend. Div (%)	1,0	1,6	2,1	2,4

Fuentes: Bloomberg, Reportes de empresas y estimaciones de Santander

Tesis de Inversión: Estamos introduciendo nuestro precio objetivo para fines de 2011 de \$9.800, cambiando la recomendación a Mantener desde Comprar, principalmente porque creemos que la mayor rentabilidad de la compañía en 2010 ya estaría incorporada en el precio de la acción después de su sólido desempeño relativo al sector (15,7% en el año en dólares versus la ganancia de 0,5% del sector). Nuestro precio objetivo para fines de 2010 era de \$8.900.

Los precios de la celulosa están alcanzando niveles máximos. Aún después de incorporar la caída de US\$50 anunciada por las plantas brasileras a partir de septiembre, elevamos nuestra estimación de precio promedio en 2010 a US\$832/tonelada para la celulosa de eucalipto (desde US\$735/ton) y a US\$921/tonelada para la de pino (desde US\$850/ton), debido al sólido desempeño de los precios en el 1S10, los que fueron impulsados por una oferta limitada y una sólida demanda, principalmente desde Asia. Mientras, esperamos precios planos para 2011 y 2012, aunque 4,4% y 3,7% mayores a nuestras previas estimaciones respectivamente.

Aumentamos nuestras estimaciones de EBITDA en 3,7% para 2010 y 5,8% para 2011, impulsados por los precios de la celulosa y pagos de seguros. Aunque el volumen de venta fue seriamente afectado por el terremoto del 27 de febrero en Chile, esto se ha visto compensado por factores positivos como el 39,2% de aumento en precio de la celulosa de pino en 2010 y una estimación de US\$250 millones en pagos recibidos por las aseguradoras debido al cese de actividades productivas.

Sin embargo, las valoraciones actuales sugieren un potencial de retorno limitado. Copec transa actualmente a múltiplo a 12 meses FV/EBITDA de 12,1 veces, en línea con su promedio histórico y significativamente por sobre el 8,7x promedio de la industria. En consecuencia, creemos que los positivos factores mencionados ya están incorporados en el precio de la acción, cuyo potencial de alza estaría en línea con el mercado chileno. Más aún, a estos niveles preferimos las acciones de las forestales brasileñas, ya que las chilenas están transando a un premio de 113%, el cual está bastante por sobre el promedio de 45% de los últimos 5 años, lo cual creemos injustificado.

Valoración y Riesgos: Nuestro precio objetivo para fines de 2011 se basa en un Descuento de Flujos de Caja con un WACC de 8,3% y un 3% de crecimiento a perpetuidad. Esto sugiere un retorno potencial de 12,6%, incluyendo un 2,1% por dividendo. Los riesgos incluyen precios menores a lo esperado en celulosa y en paneles, potenciales retrasos de proyectos y un deterioro del crecimiento económico a nivel mundial.