

Buen precio por CGE pero ¿qué ocurre con Gasco?

La reciente Oferta Pública de Acciones iniciada por Gas Natural Fenosa sobre la Compañía General de Electricidad (CGE) de \$ 4.700 por acción es atractiva para sus accionistas y lo recomendable es que la acepten. Los actuales controladores y dueños del 54.19% de ésta ya lo hicieron y queda por ver si el resto se sumará. La oferta no explicita el valor habido entre sus diferentes activos pero no deja de ser interesante que aquel asociado a su filial Gasco no estaría siendo bien reflejado a nivel bursátil.

CGE es una compañía que tiene dos grandes operaciones de pesos económicos similares: una de distribución y transmisión eléctrica, principalmente en Chile y en menor medida en el norte de Argentina – la que incluye gas natural -, y una de distribución de gas natural y gas licuado, en nuestro país y lateralmente en Colombia – sólo gas licuado en este último -. En el primer sector opera a través de filiales de su entera propiedad y bajo un escenario regulado con tasas esperadas de retorno de 10% real anual sobre los activos; en el segundo, bajo un escenario que no es regulado como el anterior, a través del 56.62% de Gasco. Esta a su vez controla, entre otras, a Metrogas – principal distribuidor de gas natural en el país -, con el 51.84% de su propiedad y en sociedad con Copec (Abastible) y Trigas (Lipigas), y a Gasmar, comercializador de gas licuado, con el 51% de su propiedad y en sociedad con Copec (Abastible) y el grupo Ultramar.

El año 2013, a nivel consolidado de CGE y en cifras aproximadas, el Ebitda eléctrico alcanzó \$ 185 mil millones y el Ebitda gasífero \$ 250 mil millones – de este último la sociedad participaba patrimonialmente en un 56.62% -. La deuda financiera del área eléctrica era de \$ 599 mil millones, la del área gasífera de \$ 436 mil millones y la del holding CGE de \$ 431 mil millones. Para obtener el valor ofrecido de \$ 4.700 por acción por parte de Gas Natural Fenosa se necesita básicamente **ponderar por 10 veces el Ebitda de cada área**, restar su deuda financiera respectiva, considerar su participación de propiedad y finalmente sustraer la deuda del holding, llegando a un valor patrimonial de CGE de \$ 1.993 mil millones, asumiendo 416.710.367 acciones suscritas y pagadas de la misma. El primer semestre del año 2014 los flujos consolidados de Ebitda cayeron un 3.8%, medidos en pesos, respecto del período equivalente anterior, por lo que la base de flujos real es levemente inferior a la supuesta en el cálculo.

Bajo las condiciones anteriores y aceptando que las tasas de descuento y crecimiento de largo plazo de ambos negocios son muy similares, se estaría pagando un valor “standard” de \$ 460.000 por cliente distribuido – 2.609.000 clientes, con cifra ya corregida por negocio asociado de transmisión que captura un 33% del ebitda eléctrico -, y tasando el activo eléctrico de CGE, neto de su deuda, en \$ 1.255 mil millones. Por otro lado, la participación de CGE en Gasco sería valorada en \$ 1.168 mil millones, quedando implícitamente el patrimonio de Gasco en \$ 2.064 mil millones, bastante superior a su valor bursátil actual. Gasco tiene 168 millones de acciones suscritas y pagadas, lo que implicaría \$ 12.285 por acción y, sin embargo, se transa en alrededor de \$ 4.460 por acción.

Obviamente se podría estimar diferentes factores de descuento y crecimiento entre los dos negocios, pero el valor agregado va a continuar estando en el rango “alto” en términos del activo consolidado y los parámetros hoy implícitos en los valores económicos de los activos del país: 10 veces ebitda. En este

sentido, el área hoy sujeta a mayor incertidumbre es aquella ligada al gas licuado y gas natural por sus peculiares características a nivel de organización industrial, las que probablemente van a cambiar por ajustes regulatorios o legales. Lo que está en discusión es si los precios del gas natural son competitivamente desafiados por el gas licuado, especialmente a nivel residencial, y por el diesel y gas licuado a nivel industrial, en el marco de también altos precios en la generación eléctrica.

Ahora bien, mientras más se ajusta el negocio gasífero a la baja, más se debe compensar el negocio eléctrico al alza. Y como éste no puede tener valores tan disociados de su naturaleza económica, lo que aquí estaría esencialmente ocurriendo es que Gas Natural Fenosa estaría pagando caro su derecho de entrada al mercado de la energía en Chile, como parte de su portfolio global. Desde el punto de vista competitivo, el impacto sería neutro – Enel / Endesa y Gas Natural Fenosa compiten globalmente y en Chile cambia un actor por otro - ; desde el punto de vista de los accionistas de Gasco, su relativa iliquidez no debería ser óbice para que se ajustara su valor al alza; desde el punto de vista de los accionistas de CGE, parece atractiva su salida del negocio. El gobierno estaría, en principio, por corregir el funcionamiento del mercado en que Gasco opera; el mercado lo ha interpretado más bien como una expropiación de valor en curso; Gas Natural Fenosa, como una oportunidad. Pero para este actor sería un error de diagnóstico si creyese que la actual operación de los mercados de la energía en Chile va a permanecer como lo ha sido hasta hoy y hubiese acordado esta transacción basado en ello.

Manuel Cruzat Valdés

13 de octubre de 2014