

Sector Eléctrico: Normalización de Precios de Combustibles e Ingreso de Nueva Capacidad Impulsan Márgenes

Resumen

La primera parte de 2022 se vio marcada por una serie de eventos que condicionaron resultados ya golpeados en las generadoras eléctricas: débiles deshielos, acotadas reservas de embalses que gatillaron un decreto de reserva hídrica, sumado al alza histórica en los precios de los combustibles y la salida de centrales a carbón por mantenimiento, que obligaron un mayor uso de diésel y costos marginales superando los US\$ 200/MWh en momentos más críticos. En cambio, durante el segundo semestre, fuertes precipitaciones en la zona central permitieron un mayor uso de generación hidráulica, lo que junto a la entrada de gas argentino al sistema y la introducción gradual de nuevas centrales ERNC, han permitido dar algún alivio al sistema, pero en ningún caso se ha traducido en una normalización del costo marginal a valores pre pandemia (alcanzando actualmente los US\$ 80-85/MWh versus niveles de US\$ 55-60/MWh pre pandemia), ni en los márgenes de las compañías.

Teniendo en cuenta que el escenario de costos continuaría desafiante, para este año esperamos mejoras en resultados por: (i) la cantidad y calidad de nieve acumulada en el periodo 2022-2023, que permitirían un mejor inicio de año, (ii) la asimilación paulatina de inventarios de combustibles a precios menores, y (iii) el reembolso esperado del PEC-II (esta vez a cargo del Ministerio de Hacienda), lo que agilizaría la recuperación de cuentas por cobrar, permitiéndole a las generadoras mejorar su liquidez y no tener que buscar otras alternativas de financiamiento.

En la región, valoramos la recuperación de la demanda energética post pandemia, además de la buena hidrología en Colombia y Brasil, que en este último caso ha sido acompañado por mayores centrales de ERNC, arrastrando sus costos marginales a mínimos históricos, lo que le permitirá a Enel Américas obtener positivos resultados en el corto y mediano plazo, considerando también su proceso de reestructuración.

Si bien, hemos visto mejoras, todavía creemos que el sector presentará importantes desafíos a mediano plazo, en medio de un necesario proceso de transición energética, en particular riesgos asociados a futuras aprobaciones de nuevos proyectos (en medio de un marco regulatorio bajo tensión) y contratos que se deberían ir readecuando a las nuevas perspectivas de precios de energía de largo plazo (a niveles de US\$60/MWh hoy). **En este sentido, vemos oportunidades en Enel Chile (P.O. \$46), Colbún (P.O. \$108) y Enel Américas (P.O. \$137), y asignamos una recomendación neutral a Engie (P.O. \$550) y Enel Generación (P.O. \$420).**

Juan Ignacio Vicencio
Analista Sector Eléctrico
juan.vicencio@security.cl

Nicolás Libuy
Jefe Renta Variable Local
nicolas.libuy@security.cl

Felipe Jaque S.
Economista jefe
felipe.jaque@security.cl

Cuadro 1: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	EV/Ebitda Forward	Dividend Yield '23e
Colbún	Sobreponderar	\$108	4.4x	5.0x	7.1%
Engie Energía Chile	Neutral	\$550	9.9x	5.7x	-
Enel Generación Chile	Neutral	\$420	6.7x	5.6x	21%
Enel Chile	Sobreponderar	\$46	7.0x	4.8x	11%
Enel Américas	Sobreponderar	\$137	13.3x	5.4x	-

Foco en Clientes Libres y con Holgura Financiera para Nuevas Inversiones de ERNC

Durante 2022, los ingresos de Colbún han aumentado en ambos mercados, principalmente por mayores volúmenes apoyados en alzas de precios, destacando la subida de clientes libres en Chile por el contrato con BHP. A pesar de la gran alza en costos de combustibles, los resultados se vieron menos presionados que sus pares, incluso con un mix de generación menos eficiente, debido al acuerdo de compra de gas argentino a precios menores al spot y una estrategia comercial conservadora. Además, en la última parte del año se vio favorecida por un mayor aporte hídrico.

Su enfoque hacia clientes libres, que al 3T22 representan un 77% del total, y que ha venido fortaleciendo en los últimos dos años, le ha permitido reducir su exposición a los efectos negativos del PEC, que ha presionado la liquidez de otros operadores. La compañía tendría como objetivo aumentar su exposición de clientes libres al 80% para el 2023, estrategia que se fortalecería con vencimientos de contratos regulados en 2028 y 2031.

Para sus proyectos, esperamos que la firma duplique su capacidad instalada para el 2030, manteniendo una relevante generación hidráulica, con un complemento tanto térmico como de ERNC, para contar con una matriz diversificada y estable. Con Diego de Almagro Sur (232MW) ya operativa, y Horizonte (812MW) que iniciaría sus operaciones a finales de 2024, se le sumarían ~1.455MW con los proyectos Jardín Solar e Inti Pacha que ya cuentan con aprobación ambiental, además de ~1,000MW en etapa de pre factibilidad y 500MW en estudios preliminares que esperamos se pongan en marcha en el mediano plazo. Con estos proyectos creemos que sea factible completar el aumento de capacidad de ~4.000MW esperado por la compañía, lo le permitiría no exponerse al mercado spot y hacer más eficiente su matriz de generación, financiándose con recursos propios.

Para el 2023 esperamos que el Ebitda presente una mejora, con una mejora de 5 pp. en su margen, llegando a 41%, lo que se asocia principalmente a una moderación de sus ventas spot compensadas con una normalización en los precios de los combustibles. Para el largo plazo, esperamos que este margen se mantenga ligeramente bajo 40% en régimen, a pesar de las expectativas de ajuste que se manejan para los futuros contratos de energía.

Riesgos

- ↓ Anuncio de mayor inversión en ERNC o M&A en la región donde la compañía ha reconocido mirar opciones en Perú y Colombia.
- ↓ Readecuación de precios de importantes contratos que vencen en los próximos años.
- ↓ Suministro de gas natural y evolución de precios de combustibles.
- ↓ Alta dependencia de resultados a centrales específicas.

Colbún

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$108

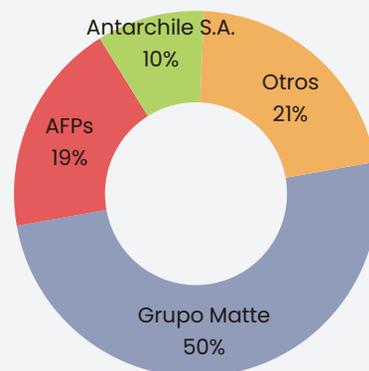
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	COLBUN
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	108
Precio Actual (\$)	88
Fecha Informe	23-Jan-23
Precio Min/Max 12M (\$)	48 / 106
Market Cap (MMUS\$)	1,884
Volumen Promedio (MM\$)*	1,951
Nº Acciones (millones)	17,536
Free Float	41%
Peso IPSA	2.0%
Dividend Yield 12 meses	12.1%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2021

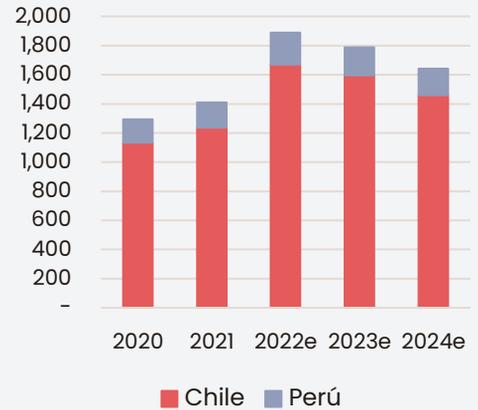
COLBUN | Sector: Eléctrico | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$88 | P. Objetivo: \$108

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos	1,374	1,455	1,889	1,790	1,643
Variación (%)	-10%	6%	30%	-5%	-8%
Resultado Operacional	436	292	474	568	565
Variación (%)	-5%	-33%	62%	20%	-1%
Margen Operacional (%)	32%	20%	25%	32%	34%
EBITDA	683	511	690	778	779
Variación (%)	-2%	-25%	35%	13%	0%
Margen EBITDA (%)	50%	35%	37%	43%	47%
Utilidad Neta	16	514	247	400	394
Variación (%)	-93%	N/A	-52%	62%	-1%
Margen Neto (%)	1%	35%	13%	22%	24%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Deuda / Activos (%)	27%	36%	33%	30%	30%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	7.5	5.9	8.1	9.0	9.0
Liquidez Corriente (x)	4.1	2.6	4.1	5.1	5.2
Deuda Neta / Ebitda (x)	2.3	3.8	2.9	1.6	1.6
Deuda Financiera (MM US\$)	1,797	2,349.7	2,164.0	2,164.0	2,164.0

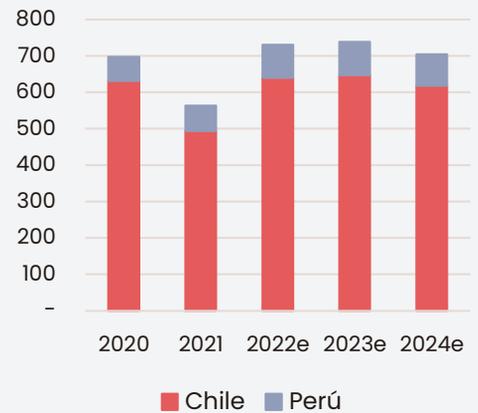
VALORIZACIONES					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Precio de cierre (\$)	126	69.3	87.3	89.0	89.0
Precio Utilidad (x)	171.6	3.1	7.1	21.3	22.3
EV / Ebitda (x)	6.5	7.1	5.6	12.8	13.2
Bolsa Libro (x)	0.8	0.6	0.6	2.3	2.3
Precio Ventas (x)	2.0	1.1	0.9	4.8	5.4
ROA (%)	0%	8%	4%	6%	5%
ROE (%)	0%	18%	8%	11%	10%

Ingresos por Operación (MMUS\$)



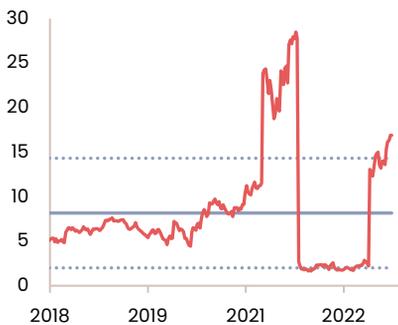
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MMUS\$)

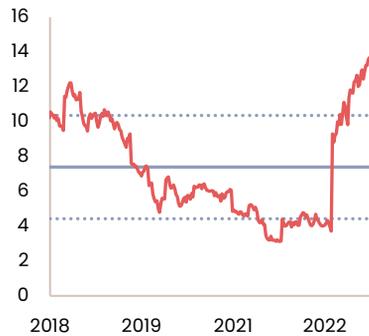


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

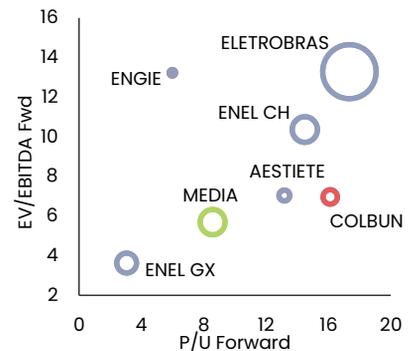


EV/Ebitda Trailing



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Comparables



Focalización en Energías Renovables Beneficiaría sus Márgenes

Durante el 2022, la compañía presentó un desempeño positivo, aunque condicionado en parte por una fuerte presión en precios de combustibles que sorteó de manera positiva gracias a la diversificación de operaciones, destacando la buena hidrología y bajos costos marginales en Brasil. Si bien la venta de activos en Brasil generó pérdidas no recurrentes relevantes, estas se enmarcan en un proceso de reestructuración que busca rentabilizar sus activos.

Para los próximos años, Enelam buscaría una simplificación corporativa aún mayor con la salida de Argentina y Perú, lo que estimamos podría concretar en 2023, para enfocarse en países y activos estratégicos que les permitan una transición energética más eficiente. Además, la compañía espera continuar el desarrollo de proyectos en energías renovables con la adición de 3,5 GW de capacidad hacia el 2025, y así alcanzar un 98% en generación renovable a esa fecha. De avanzar en el programa de administración conjunta, que le permitiría ejecutar proyectos sin comprometer su situación financiera, es esperable que potencie el desarrollo del negocio de generación en Brasil, el principal foco de inversión para los próximos años, destinando 51% de los US\$5 billones en Capex anunciados en su reciente plan estratégico.

Con respecto a la situación financiera, el modelo propuesto en Brasil de desarrollo de proyectos con participación minoritaria le permitiría desarrollar inversiones sin un alto requerimiento de recursos, dándole el espacio para aprovechar alguna oportunidad de M&A en la región. Además, el plan de reducción de deuda neta tendría como foco la gestión de pasivos en países que hoy poseen mayores tasas de interés y mejorar su posición de liquidez, manteniendo una tasa de dividendos del ~30% en los siguientes periodos

Con todo, esperamos un aumento de 2% en el Ebitda estimado para este año, pero con un margen que mejora 3,5 pp., que incorpora nueva capacidad renovable en Brasil y Colombia, mejorando sus condiciones de costos, lo que compensaría revisiones tarifarias en filiales de Brasil. Para 2024, el repunte en resultados de Colombia y Brasil más que compensaría la venta de activos de Perú y Argentina, aunque concentraría su Ebitda en dos mercados, pero enfocado en energías renovables.

Riesgos

- ↓ El anuncio de alguna inversión relevante o de M&A en la región.
- ↓ Complicaciones en términos de manejo de pérdidas de energía y/o calidad de servicio principalmente de Brasil
- ↓ Congestión sobre el sistema de transmisión eléctrica en Brasil debido a una inversión intensiva en energías renovables, que podría presionar sus costos marginales.
- ↓ Revisiones tarifarias menos adversas respecto a las incorporadas en nuestro modelo.

Enel Américas

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$137

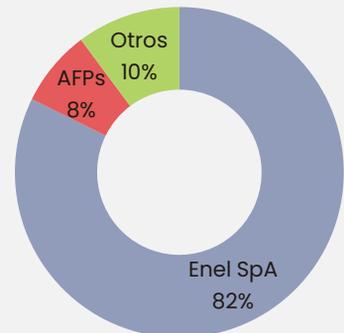
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELAM
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$/US\$)	137
Precio Actual (\$)	114
Fecha Informe	23-Jan-23
Precio Min/Max 12M (\$)	83 / 119.9
Market Cap (MMUS\$)	14,931
Volumen Diario (MMS\$)*	6,663
Nº Acciones (millones)	107,282
Free Float	18%
Peso IPSA	7.1%
Dividend Yield 12 meses	1.8%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2021

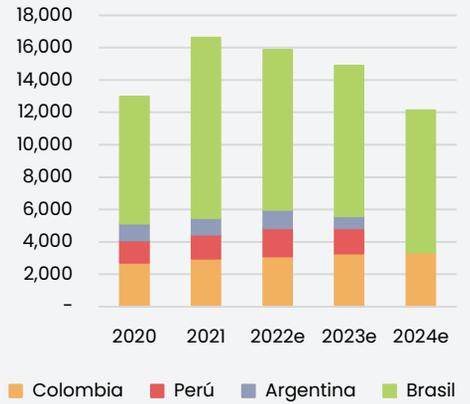
ENELAM | Sector: Eléctrico | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$114 | P. Objetivo: \$137

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos	12,193	16,194	15,452	14,510	11,898
Variación (%)	-15%	33%	-5%	-6%	-18%
Resultado Operacional	2,053	2,666	1,816	3,139	4,251
Variación (%)	-20%	24%	8%	-3%	4%
Margen Operacional (%)	17%	16%	12%	22%	36%
EBITDA	3,154	4,105	4,402	4,429	5,065
Variación (%)	-21%	30%	7%	1%	14%
Margen EBITDA (%)	26%	25%	28%	31%	43%
Utilidad Neta	825	740	-395	1,080	1,821
Variación (%)	-49%	-10%	N/A	N/A	69%
Margen Neto (%)	7%	5%	-3%	7%	15%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Deuda / Activos (%)	22%	18%	19%	20%	19%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	4.1	3.9	2.8	2.9	3.3
Liquidez Corriente (x)	0.8	0.9	0.9	1.0	1.6
Deuda Neta / Ebitda (x)	1.4	1.2	1.5	1.1	0.4
Deuda Financiera (MM US\$)	5,805	6,399.0	7,002.1	7,002.1	7,002.1

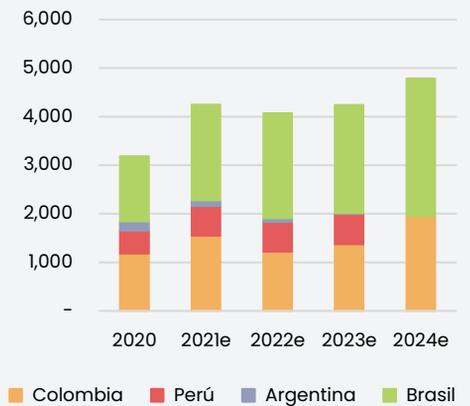
VALORIZACIONES					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Precio de cierre (\$)	116	95.5	95.5	114.3	114.3
Precio Utilidad (x)	13.5	17.9	-29.7	13.0	7.6
EV / Ebitda (x)	5.6	5.0	4.7	4.9	3.7
Bolsa Libro (x)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
Precio Ventas (x)	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2
ROA (%)	3%	2%	-1%	3%	5%
ROE (%)	8%	5%	-3%	6%	9%

Ingresos por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MMUS\$)

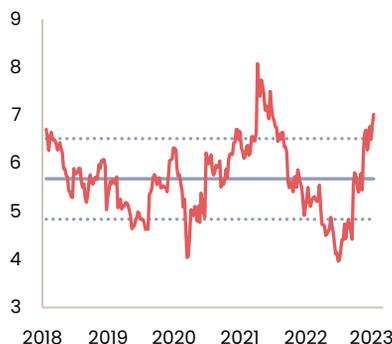


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

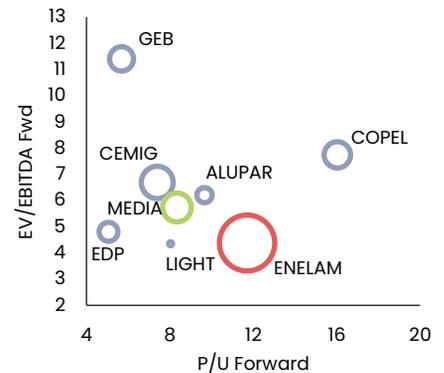
P/U Trailing



EV/Ebitda Trailing



Comparables



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Optimización en Uso de sus Centrales Compensaría Término de Proyectos

A pesar de su matriz diversificada, Enel Generación se vio bastante resentida en márgenes por el alza en el precio de los combustibles debido a su elevada exposición comercial, tras cerrar nuevos contratos con mineras en el año 2021 e iniciar el suministro del contrato regulado adjudicado en 2016.

Con la salida de Bocamina II en sep-22, hecho que cierra su proceso de descarbonización, a la compañía le restaría incorporar su último proyecto de aumento de capacidad, Los Córdoros (hídrica de 150MW), para luego enfocarse en múltiples procesos de optimización de sus plantas. Por un lado, se trabajará en la limpieza de sedimentos acumulados en los embalses, lo que le permitiría incrementar su capacidad de almacenamiento, optimizando su producción hídrica. Por otro lado, también se buscará incrementar el mínimo técnico de sus centrales térmicas (2GW en total), para así contar con generación a gas más flexible y eficiente, la que jugaría un rol fundamental como energía de respaldo para la empresa.

La modificación en los contratos entre Enel y Shell que se concretaron a finales del 2022, le permitirían a la compañía prescindir de volúmenes excedentarios de gas, proyectados en base a la introducción de nuevas energías renovables por parte de la otra filial del grupo, Enel Green Power (EGPC). Con esta modificación, Enel debería recibir US\$520 millones, que se registrarán como ganancias operacionales en el 4T22, generando un efecto positivo en Ebitda y en el resultado neto.

Aunque no se estén implementando nuevos proyectos, la compañía no se vería en la necesidad de aumentar mayormente su exposición al spot al contar con el suministro de energía por parte de EGPC. Además, cuenta con la alternativa de incrementar el uso de capacidad a gas (hoy subutilizada), jugando un rol relevante en la matriz energética nacional.

Para 2023 estimamos una normalización de su Ebitda y una mejora en margen en cerca de 2pp., lo que igualmente la mantendría bajo sus cifras históricas. Sin embargo, esperamos una estabilización en sus flujos futuros que eventualmente podría mejorar su política de dividendos, incluso incorporando una nueva estructura de precios en sus contratos.

Riesgos

- ↓ Baja liquidez bursátil de la acción, ante escaso free float.
- ↓ Condiciones hídricas más secas que las planteadas en el escenario base.
- ↓ Disponibilidad de gas natural y evolución de precios de combustibles.
- ↓ Nuevos retrasos en el desembolso de los montos asociados al PEC-II, sumado a los montos no monetizables de PEC-I que dependen del proyecto original.

Enel Generación Chile

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$420

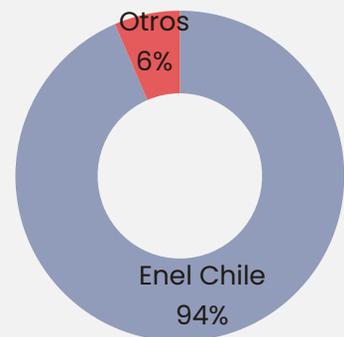
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELGXCH
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	420
Precio Actual (\$)	186
Fecha Informe	23-Jan-23
Precio Min/Max 12M (\$)	98 / 190
Market Cap (MMUS\$)	1,858
Volumen Diario (MM\$)*	106
Nº Acciones (millones)	8,202
Free Float	6%
Peso IPSA	-
Dividend Yield 12 meses	0.7%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad

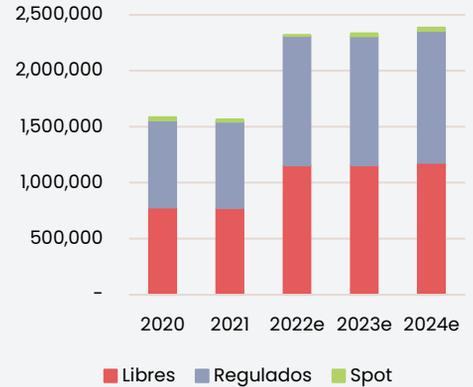


Fuente: Memoria 2021

ENELGXCH | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$186 | P. Objetivo: \$420

ESTADO DE RESULTADOS					
MM\$	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos	1,490,102	1,921,432	3,836,614	2,186,536	2,202,277
Variación (%)	-9%	29%	100%	-43%	0.7%
Resultado Operacional	-236,608	180,974	830,452	411,819	498,202
Variación (%)	N/A	N/A	359%	-50%	21.0%
Margen Operacional (%)	-15.9%	9.4%	21.6%	18.8%	22.6%
EBITDA	547,442	282,451	903,284	486,083	569,207
Variación (%)	-18%	-48%	220%	-46%	17.1%
Margen EBITDA (%)	36.7%	14.7%	23.5%	22.2%	25.8%
Utilidad Neta	-156,827	138,282	647,794	230,227	338,544
Variación (%)	N/A	N/A	368%	-64%	47.0%
Margen Neto (%)	-11%	7%	17%	11%	15%

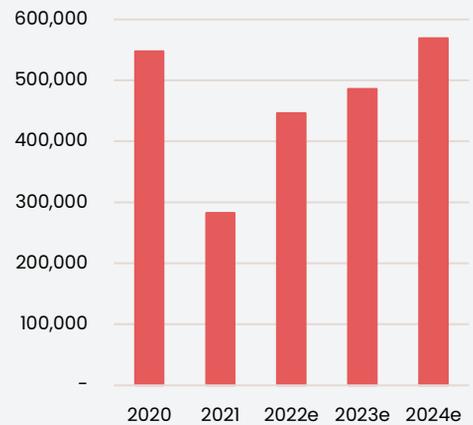
Ingresos por Segmento (MM\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Deuda / Activos (%)	26%	29%	28%	32%	31%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	19	4.1	13.5	5.5	12.8
Liquidez Corriente (x)	1.3	1.1	1.6	2.8	3.7
Deuda Neta / Ebitda (x)	1.5	3.4	1.0	1.1	0.7
Deuda Financiera (MM\$)	811,550	966,571	1,272,720	1,272,720	1,272,720

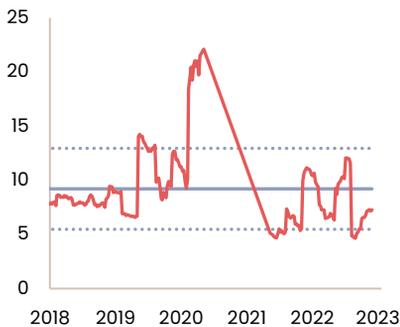
Ebitda (MM\$)



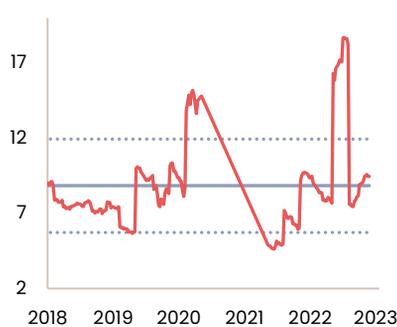
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

VALORIZACIONES					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Precio de cierre (\$)	267	148	188	188	188
Precio Utilidad (x)	-14.0	8.8	2.4	6.7	4.6
EV / Ebitda (x)	5.5	7.7	2.8	4.3	3.4
Bolsa Libro (x)	1.3	0.8	0.8	0.8	0.7
Precio Ventas (x)	1.5	0.6	0.4	0.7	0.7
ROA (%)	-5.1%	4.2%	14.0%	5.8%	8.3%
ROE (%)	-9.0%	9.2%	34.0%	11.3%	15.4%

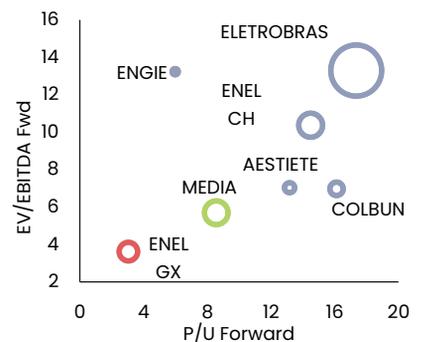
P/U Trailing



EV/Ebitda Trailing



Comparables



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Atractivo de la Compañía se Centra en Concretar Avance de Energías Renovables

Al presionado escenario que ha enfrentado su filial Enel Generación en los últimos trimestres, se han sumado mayores costos tanto en el segmento de distribución como en su filial EGPC, consecuencia de mayores costos de compra de energía. Sin embargo, la entrada en régimen de sus nuevos proyectos de energías renovables, gestionados principalmente por su filial EGPC, junto a una optimización en el uso de su matriz convencional, permitirían una eficiencia más estructural en márgenes respecto a los últimos dos años. En efecto, Enel Chile espera alcanzar unos 9,5 GW de capacidad neta instalada hacia 2025, lo que implicaría una expansión en torno a 15% respecto al cierre de 2022. Consideramos este escenario como base para nuestra valoración.

Con esto, el crecimiento en generación se capturaría con ERNC a través de EGPC, mientras que Enel Generación, con su matriz a base de hidro y gas (ante la salida definitiva de Bocamina II en sep-22), cumpliría un rol fundamental de respaldo para el sistema, contando además con el soporte comercial de EGPC para cubrir futuros déficits de generación de energía.

En concreto, a las incorporaciones comerciales de Sol de Lila (161MW) y Azabache (61MW) de 2022, se sumarían otras 6 iniciativas solares y eólicas entre 2023 y 2024 por unos 1.300MW, más la central Los Cóndores (150MW) en 2024. Con esto, la compañía apunta a alcanzar un 78% de su capacidad neta a base de energías renovables de aquí a 3 años, que implicarían una inversión de US\$ 1,3 billones en dicho periodo.

En cuanto a distribución, su concesión en la Región Metropolitana le permite mantener pérdidas de energía acotadas y márgenes relativamente estables. Si bien, la desaceleración económica podría afectar sus ventas físicas, sería un impacto contenido y transitorio. En temas de regulación, la Ley Corta de Distribución rebajó el retorno regulatorio sobre activos (ROA) de 10% antes de impuestos a un rango entre 6% y 8% después de impuestos. Proyectamos un ROA para Enel Distribución no alejado de dicho rango, por lo que no debiera presentar ajustes tarifarios relevantes. Mientras, la Ley Larga de Distribución potenciaría mayor competencia a través de la comercialización de energía, lo que solventaría con una estructura de costos eficiente.

Riesgos

- ↓ Condiciones hidrológicas más secas que estresen el funcionamiento el sistema.
- ↓ Suministro y precios internacionales de combustibles.
- ↓ Cortes de energía no programados como consecuencia de eventos naturales.
- ↓ Requerimientos adicionales de liquidez en caso de demora de pagos asociados al PEC II.

Enel Chile

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$46

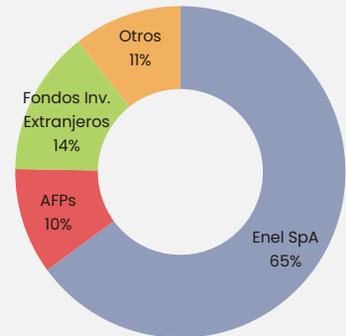
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELCHILE
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	50
Precio Objetivo (\$/US\$)	46 / 2.7
Precio Actual (\$)	38 / 2.8
Fecha Informe	23-Jan-23
Precio Min/Max 12M (\$)	20 / 41
Market Cap (MMUS\$)	3,158
Volumen Diario (MM\$)*	2,549
Nº Acciones (millones)	69,167
Free Float	36%
Peso IPSA	3.0%
Dividend Yield 12 meses	1.1%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2021

ENELCHILE | Sector: Eléctrico | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$38 | P. Objetivo: \$46

ESTADO DE RESULTADOS

Millones de pesos	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos	2,585,402	2,876,886	4,876,804	3,492,335	3,614,846
Variación (%)	-7%	11%	70%	-28%	4%
Resultado Operacional	-34,255	287,318	852,293	414,025	529,554
Variación (%)	N/A	-939%	197%	-51%	28%
Margen Operacional (%)	-1%	10%	17%	12%	15%
EBITDA	908,676	549,909	1,111,970	725,695	849,037
Variación (%)	-14%	-39%	102%	-35%	17%
Margen EBITDA (%)	35%	19%	23%	21%	23%
Utilidad Neta	-50,860	112,878	1,258,010	224,749	322,450
Variación (%)	N/A	N/A	1014%	-82%	43%
Margen Neto (%)	-2%	4%	26%	6%	9%

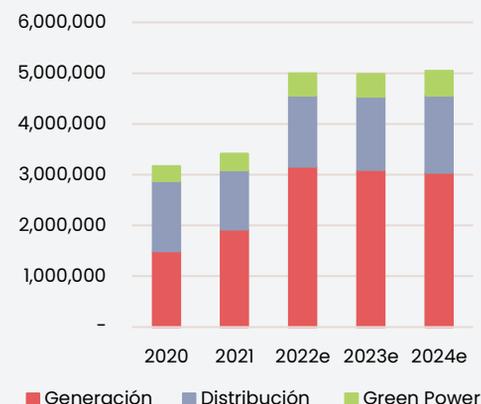
INDICADORES DE CRÉDITO

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Deuda / Activos (%)	21.4%	23.1%	11.9%	15.0%	14.7%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	7.1	3.2	6.1	5.0	6.7
Liquidez Corriente (x)	1.0	0.6	0.4	0.5	0.5
Deuda Neta / Ebitda (x)	1.5	3.4	0.4	1.7	1.2
Deuda Financiera (MM \$)	1,692,954	2,189,876	1,347,853	1,797,853	1,797,853

VALORIZACIONES

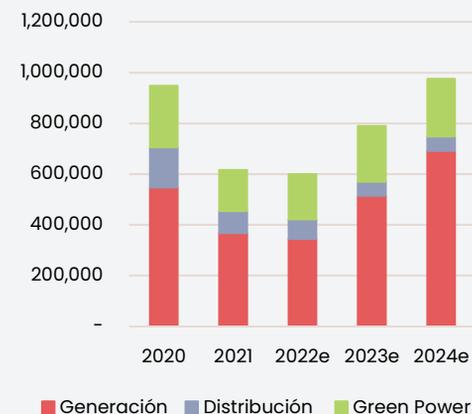
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Precio de cierre (\$)	55	30	39	36	36
Precio Utilidad (x)	-75.1	18.3	2.1	11.1	7.8
EV / Ebitda (x)	6.0	7.6	3.1	5.6	4.6
Bolsa Libro (x)	1.1	0.6	0.7	0.6	0.5
Precio Ventas (x)	1.5	0.7	0.6	0.7	0.7
ROA (%)	-0.6%	1.2%	11.1%	1.9%	2.6%
ROE (%)	-1.4%	3.4%	32.3%	5.1%	7.1%

Ingresos por Negocio (MM\$)



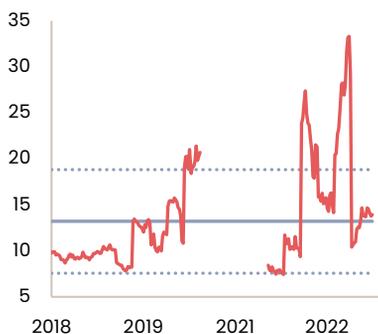
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Negocio (MM\$)

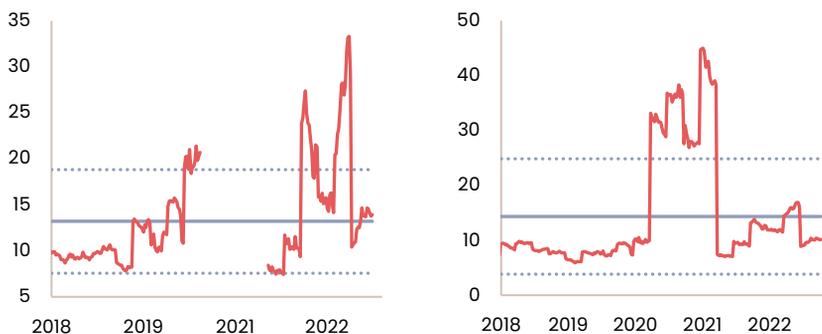


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

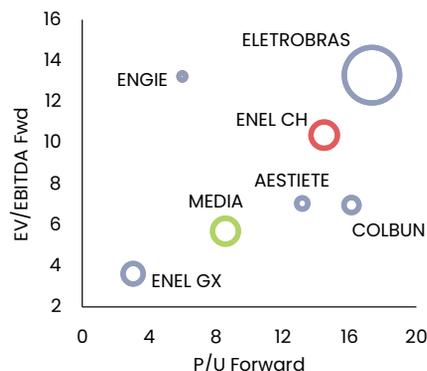
P/U Trailing*



EV/Ebitda Trailing



Comparables



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security
 (*) Ratio se indefinire en periodos de pérdidas

Plan de Expansión Sujeto al Shock de Costos y Liquidez

La indexación de sus contratos, principalmente de clientes regulados, le permitió contener sólo en parte la presión que significó el alza en los precios de los combustibles durante el 2022 y una menor disponibilidad de gas debido a problemas con su proveedor. A sus golpeados márgenes, se sumó la menor liquidez asociada a la demora en la monetización de cuentas por cobrar derivadas del PEC. Esto, de cara a una transición energética que la compañía desea acelerar, ha limitado la caja necesaria para financiar su segunda fase de expansión, forzando la búsqueda de alternativas de financiamiento, que podría incluir el apoyo de su matriz.

De acuerdo a la compañía, este año estaría marcado por la incertidumbre en el suministro de gas, luego que su proveedor confirmara sólo un abastecimiento parcial, que podría condicionar su contrato de largo plazo. Si bien, la ausencia de gas se vería amortiguada en el corto plazo por un incremento de 1 TWh adicional en PPA's backup (alcanzando 3TWh en total), junto al aporte de las recientes incorporaciones en ERNC y una operación normalizada de sus centrales a carbón, vemos un riesgo en que la compañía mantenga una exposición mayor a la deseada en el mercado spot, lo que toma especial relevancia en el largo plazo.

La introducción de Lomas de Taltal (353MW) y el proyecto de baterías para Coya, Tamaya y Capricornio (~215MW), compensaría la salida de CTM1 y CTM2 (341MW) esperadas para el 2024. En el mediano plazo, y dependiendo de cómo se comporte su liquidez, la compañía esperaría completar su plan de transición para el 2026 con la construcción de las centrales Pampa Camarón (353MW) y Vientos de Loa (204MW), que reemplazarían la salida de Andina y Hornitos en 2025, en el contexto del plan de descarbonización. Estas últimas serían convertidas a biomasa para mantenerlas como centrales de respaldo para el sistema. Pese a esta importante expansión, creemos que existe una alta posibilidad de que Engie deba realizar nuevas inversiones en el largo plazo si no desea incrementar su exposición al mercado spot.

Estimamos una mejora en Ebitda de 82% a/a para este año, con un repunte de 9 pp. en su margen sobre ingresos, con una reversión de las pérdidas registradas en 2022.

Riesgos

- ↓ Alta sensibilización de su valor estimado al precio de compra de energía de largo plazo (\pm 5% valorización cada US\$2 a LP).
- ↓ Demoras no previstas en el desembolso de los montos asociados al PEC I y II.
- ↓ Una exposición comercial que no le entregue la flexibilidad suficiente en un escenario de mayores precios de energía y problemas de suministro de combustibles.
- ↓ Conversaciones adversas con Total Energy que deriven en litigio y reemplazo de contratos de largo plazo ya cerrados.

Engie Energía Chile

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$550

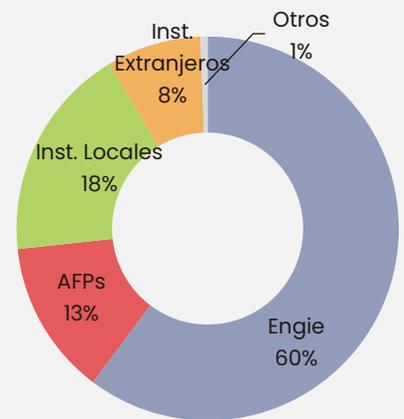
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ECL
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	550
Precio Actual (\$)	491
Fecha Informe	23-Jan-23
Precio Min/Max 12M (\$)	330 / 655
Market Cap (MMUS\$)	629
Volumen Promedio (MM\$)*	466
Nº Acciones (millones)	1,053
Free Float	40%
Peso IPSA	0.7%
Dividend Yield 12 meses	-

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2021

ECL | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$491 | P. Objetivo: \$550

ESTADO DE RESULTADOS

Millones de dólares	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos	1,352	1,479	1,927	1,832	1,866
Variación (%)	-7%	9%	30%	-5%	2%
Resultado Operacional	276	129	4	151	251
Variación (%)	-27%	-53%	-97%	N/A	66%
Margen Operacional (%)	20%	9%	0%	8%	13%
EBITDA	456	315	189	343	425
Variación (%)	-15%	-31%	-40%	82%	24%
Margen EBITDA (%)	34%	21%	10%	19%	23%
Utilidad Neta	164	17	-51	58	206
Variación (%)	48%	-89%	N/A	-213%	257%
Margen Neto (%)	12%	1%	-3%	3%	11%

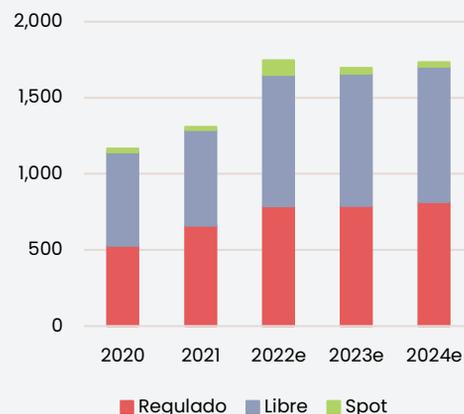
INDICADORES DE CRÉDITO

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Deuda / Activos (%)	24%	26%	39%	37%	35%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	7.7	5.3	2.7	3.6	5.4
Liquidez Corriente (x)	1.4	1.6	3.2	3.5	3.1
Deuda Neta / Ebitda (x)	1.4	2.7	7.1	2.6	2.0
Deuda Financiera (MM US\$)	895	1,058	1,757	1,757	1,757

VALORIZACIONES

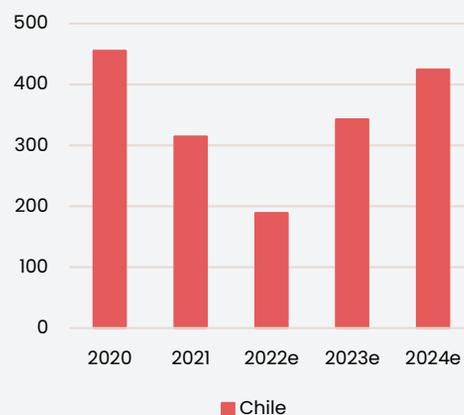
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Precio de cierre (\$)	920	502	490	473	473
Precio Utilidad (x)	8.3	36.1	-11.8	9.6	2.8
EV / Ebitda (x)	4.1	4.8	10.3	4.3	3.3
Bolsa Libro (x)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2
Precio Ventas (x)	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3
ROA (%)	4%	0%	-1%	1%	4%
ROE (%)	8%	1%	-2%	3%	9%

Ingresos por Segmento (MMUS\$)



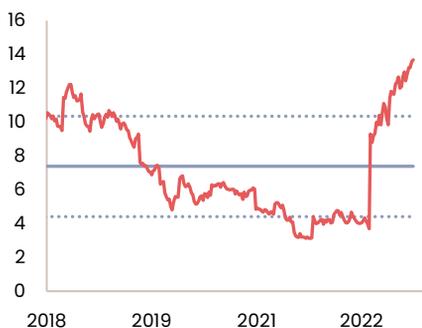
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda (MMUS\$)

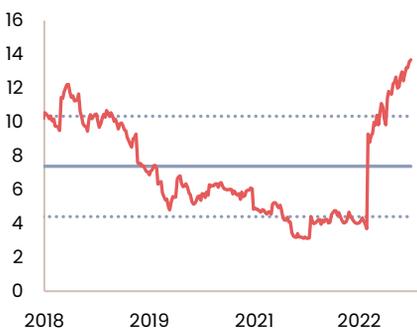


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

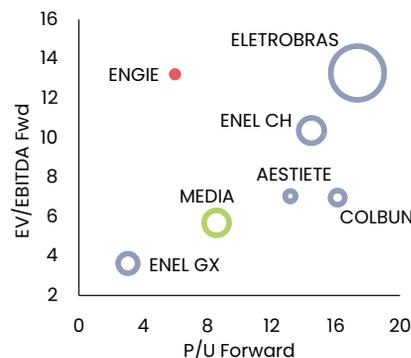


EV/Ebitda Trailing



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Comparables



DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque

Economista Jefe

felipe.jaque@security.cl

César Guzmán

Gerente Macroeconomía

cesar.guzman@security.cl

Paulina Barahona

Subgerente Renta Fija Corporativa

paulina.barahona@security.cl

Nicolás Libuy

Jefe Renta Variable Local

nicolas.libuy@security.cl

Eduardo Salas

Economista Senior

eduardo.salas@security.cl

María José Castro

Economista

maria.castrod@security.cl

Roberto Valladares

Analista de Inversiones

roberto.valladares@security.cl

Marcos Sandoval

Analista de Inversiones

marcos.sandoval@security.cl

Felipe Molina

Analista de Inversiones

felipe.molinar@security.cl

Juan Ignacio Vicencio

Analista de Inversiones

juan.vicencio@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • [@inv_security](https://www.instagram.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.