

Sector Eléctrico: Posible Hidrología más Seca se Compensaría con un Escenario de Costos Marginales Contenido

Resumen

La primera parte del 2023 se vio marcada por un sistema estresado, donde inventarios de alto costo adquiridos a finales de 2022 mantuvieron presionados los precios spot, y una hidrología que llegó tarde no alcanzó a darle alivio al sistema. Sin embargo, durante el segundo semestre las fuertes precipitaciones invirtieron el escenario hídrico, con un alza importante en la energía embalsada y una fuerte caída en los costos marginales, apoyada también en la introducción de centrales ERNC (energía renovable no convencional) y la caída en los precios de combustibles, brindándole un importante alivio al sistema.

Para este año, con energía embalsada ~70% mayor que el 2023 (a mediados de marzo), además de costos marginales mostrando una caída de ~58% con respecto al mismo trimestre del año anterior, vemos un sistema mejor posicionado que hace un año, lo que permitiría a las compañías obtener buenos resultados en este primer trimestre. Escenario que incluso podría traspasarse hacia el segundo trimestre de mantenerse bajos costos de combustibles, que, junto a una mayor presencia de renovables, mantendrían los costos marginales bajo los niveles vistos en 2023, donde se registraron precios de US\$110 MW/h. Con esto, a pesar de un segundo semestre que miramos con cautela, ante un anunciado Fenómeno de La Niña que podría traducirse en un segundo semestre más seco, esperamos que las compañías locales del sector logren cerrar un año con cifras levemente superiores a lo mostrado el año anterior.

En la región, el escenario en Brasil, donde la fuerte introducción de energías renovables y la buena hidrología se han traducido en costos marginales en mínimos regulatorios en los últimos años, ha forzado a que Enelam diverja de su plan inicial de ERNC para buscar mejores oportunidades de capitalizar sus inversiones, dándole mayor foco a su segmento de distribución. En Colombia, en tanto, vemos con cierta cautela el escenario hidrológico, donde la sequía ha golpeado con fuerza la región que cuenta con una fuerte matriz hidráulica. Sin embargo, de ocurrir el Fenómeno de la Niña, esperaríamos una mejora a nivel de lluvias en la región, lo que conllevaría un repunte en resultados para el segmento de generación.

Si bien, el escenario actual ha mejorado con respecto a años previos, todavía creemos que el sector presentará importantes desafíos a mediano plazo, en particular riesgos asociados a transición energética, aparición de nuevas tecnologías, operadores con complicaciones financieras, licitaciones bajo un marco regulatorio aún incierto, definiciones respecto al PEC III y sus plazos de aplicación y, finalmente, contratos que se deberían ir readecuando a las nuevas perspectivas de menores precios de energía de largo plazo. En este sentido, vemos oportunidades en Enel Chile (P.O. \$68) y Enel Américas (P.O. \$125) y una visión neutral para Engie (P.O. \$1.000) y Colbún (P.O. \$147).

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

Nicolás Libuy
Subgerente 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 '24e
Colbún	Neutral	\$147	8.5x	5.6x	4.6%
Engie Energía Chile	Neutral	\$1,000	5.5x	5.7x	-
Enel Chile	Sobreponderar	\$68	4.1x	5.6x	13%
Enel Américas	Sobreponderar	\$125	11.2x	4.3x	4.6%

Foco en Clientes Libres y con Fuerte Inversión en Renovables y Baterías

El primer semestre 2023 implicó un alza en ingresos vía tarifas, reflejando los precios de combustibles del 2022, que junto con los ingresos por ventas al spot ayudaron a la compañía a tener buenos resultados, aun cuando el sistema se mantenía estresado. Sin embargo, pese a la mejora hidro del segundo semestre, la caída en precios y una menor demanda spot causaron que los ingresos de la compañía cayeran -2% anual en 2023. No obstante, al considerar la contención en costos que implicó dicha hidrología le permitieron a Colbún mostrar un impulso importante en márgenes en términos anuales.

Su enfoque hacia clientes libres, los que representan un 72% 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 95% para el 2030, estrategia que se fortalecería con vencimientos de contratos regulados en 2028 y 2031.

Hacia adelante, espera duplicar su capacidad instalada para el 2030, manteniendo una relevante generación hidráulica, con una matriz ~70% renovable. A esto se le suman proyectos de almacenamiento de energía por ~1,6 GW y mejoras técnicas en sus centrales termoeléctricas con el fin de brindar mayor flexibilidad en el suministro de combustible. A Horizonte (812MW) que iniciaría sus operaciones a finales de 2024, se le sumaría Jardín Solar (530MW) e Inti Pacha (925 MW), que ya cuentan con aprobación ambiental, además de unos 2,56GW en etapa de prefactibilidad (que incluyen los proyectos BESS por ~1,6 GW) y ~480MW en estudios preliminares. Con estos proyectos se completaría el aumento de capacidad de ~4.000MW propuesto por la empresa. Es importante tener en cuenta que, debido a la rápida expansión de capacidad en un breve periodo, no descartamos algún retraso en su implementación.

Para 2024, con tarifas más adecuadas a los actuales precios de combustibles, esperamos que el Ebitda presente una mejora de 5 pp. en su margen, llegando a 38%, que además incluye una moderación de sus ventas spot. Para el largo plazo, esperamos que este margen se mantenga en torno a ~42% en régimen, a pesar de las expectativas de ajuste que se manejan para los futuros contratos de energía.

Riesgos

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

Colbún

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$147

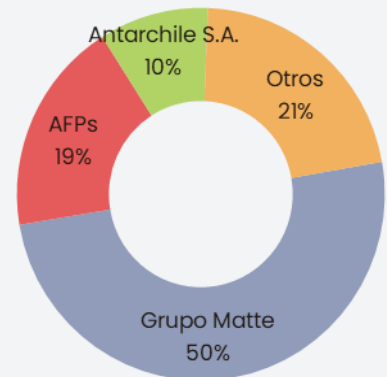
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	COLBUN
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	147
Precio Actual (\$)	127
Fecha Informe	21-Mar-23
Precio Min/Max 12M (\$)	92 / 142
Market Cap (MMUS\$)	2,221
Volumen Promedio (MM\$)*	1,219
Nº Acciones (millones)	17,536
Free Float	41%
Peso IPSA	2.1%
Dividend Yield 2023	19.1%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



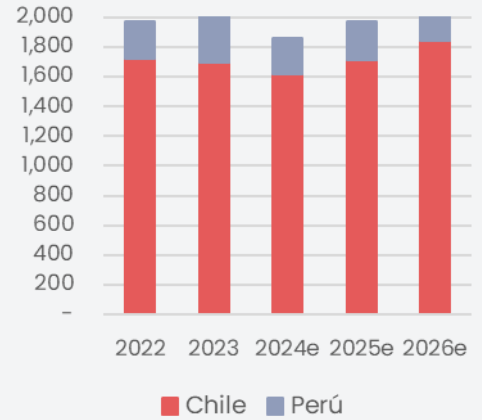
Fuente: Memoria 2022

COLBUN | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$127 | P. Objetivo: \$147

ESTADO DE RESULTADOS

Millones de dólares	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Ingresos	1,974	2,004	1,856	1,970	2,104
Variación (%)	36%	2%	-7%	6%	7%
Resultado Operacional	544	508	556	574	569
Variación (%)	88%	-7%	9%	3%	-1%
Margen Operacional (%)	28%	25%	30%	29%	27%
EBITDA	764	714	770	793	792
Variación (%)	50%	-7%	8%	3%	0%
Margen EBITDA (%)	39%	36%	41%	40%	38%
Utilidad Neta	319	414	310	321	315
Variación (%)	-38%	30%	-25%	4%	-2%
Margen Neto (%)	16%	21%	17%	16%	15%

Ingresos por Operación (MMUS\$)

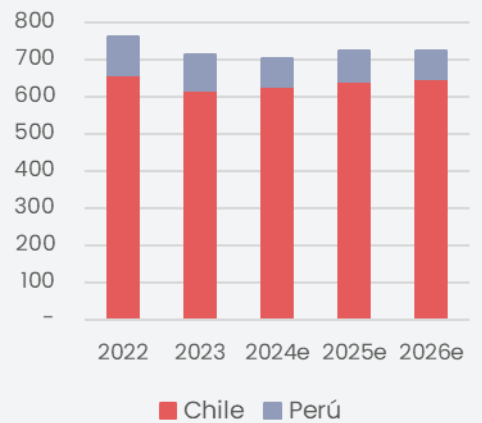


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

INDICADORES DE CRÉDITO

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Deuda / Activos (%)	33%	32%	29%	28%	26%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	8.6	8.4	9.1	9.3	9.3
Liquidez Corriente (x)	3.1	3.0	3.5	3.2	2.4
Deuda Neta / Ebitda (x)	2.6	2.6	2.0	1.8	2.2
Deuda Financiera (MM US\$)	2,157	2,123.3	2,123.3	2,123.3	2,123.3

Ebitda por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

VALORIZACIONES

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Precio de cierre (\$)	78	140	128	128	128
Precio Utilidad (x)	4.9	7.2	8.8	8.5	8.6
EV / Ebitda (x)	4.8	7.0	5.8	5.5	5.8
Bolsa Libro (x)	0.5	1.0	0.7	0.7	0.6
Precio Ventas (x)	1.9	2.5	2.4	2.2	2.2
ROA (%)	5%	6%	4%	4%	4%
ROE (%)	11%	13%	8%	8%	7%

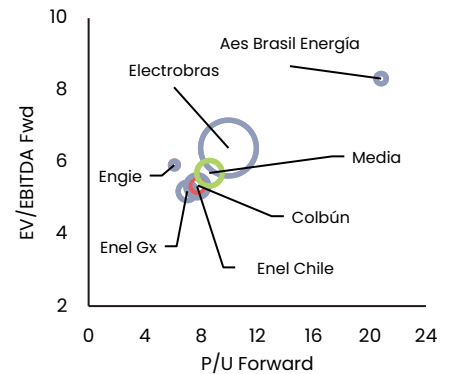
P/U Trailing



EV/Ebitda Trailing



Comparables



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Combio de Enfoce Estratégico Hacia Distribución ante Condiciones de Mercado

Los años 2022 y 2023 se vieron marcados por un proceso de simplificación corporativa, con la salida de activos en Argentina, Brasil y Perú. A pesar de que la sequía en Colombia impactó los resultados durante el segundo semestre de 2023, las indexaciones tarifarias en el segmento de Brasil distribución, junto con el aumento en producción a través de proyectos renovables, le permitieron mantener buenos resultados para el año.

Con una venta Edesur (Argentina) a la espera de una oferta más atractiva dado escenario local de Argentina, Enelam buscaría concentrarse en países y activos estratégicos, con foco en alcanzar una matriz 98% renovable para 2026. Con la situación de bajos precios en Brasil afectando los retornos de los proyectos de generación, la compañía sería más selectiva en sus planes de inversión en este segmento, lo que implicaría un enfoque más defensivo con respecto a su estrategia de crecimiento anterior, moviéndose así hacia inversiones en distribución, destinando 26% de los US\$5,7 billones en Capex (68% del total) para el periodo 2024-2026, con el objetivo de mejorar la resiliencia y la reducción de pérdidas de energía. Con esto, Enelam buscará mejorar eficiencias y confirmar una posición financiera más sólida, apoyada también en los ingresos provenientes de la venta de sus activos (estando aún pendiente Perú), y dejando la puerta abierta a inversiones con socios (stewardship).

Con todo, esperamos un aumento de 10% en el Ebitda estimado para este año, con un margen mejorando 3 pp. Este incremento incorpora nueva capacidad renovable en Brasil y Colombia, además de mejoras en la eficiencia en el segmento de distribución, lo que ayudaría a compensar posibles revisiones tarifarias adversas en 2025 (Colombia) y 2027 (Brasil). También para este año, ante expectativas de que se desarrolle el Fenómeno de la Niña, esperamos un repunte en resultados de Colombia, a través de una mix de generación más eficiente, por lo que Enelam podría actuar como un instrumento de cobertura dentro del sector en caso de darse un escenario local presionado por sequía.

Riesgos

- ↑ Fenómeno de La Niña más fortalecido, que podría mejorar la hidrología de Colombia en 2024.
- ↓ Multas consecuencia de la interrupción de servicio en distribuidoras de Brasil por eventos climáticos.
- ↓ 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 más adversas respecto a las incorporadas en nuestro modelo.

Enel Américas

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$125

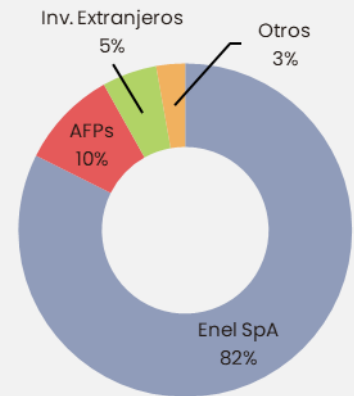
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELAM
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$/US\$)	125
Precio Actual (\$)	97
Fecha Informe	21-Mar-23
Precio Min/Max 12M (\$)	91 / 115
Market Cap (MMUS\$)	10,732
Volumen Diario (MM\$)*	6,663
Nº Acciones (millones)	107,282
Free Float	18%
Peso IPSA	4,5%
Dividend Yield 2023	-

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2022

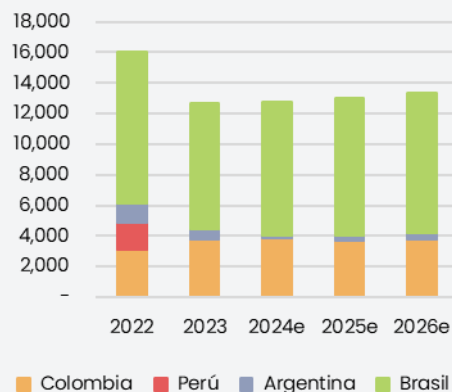
ENELAM | Sector: Eléctrico | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$95 | P. Objetivo: \$125

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Ingresos	15,728	12,888	13,039	13,361	13,691
Variación (%)	-3%	-18%	1%	2%	2%
Resultado Operacional	2,160	2,377	2,935	2,891	2,987
Variación (%)	15%	-21%	4%	2%	2%
Margen Operacional (%)	14%	18%	23%	22%	22%
EBITDA	4,824	3,749	4,114	4,167	4,264
Variación (%)	18%	-22%	10%	1%	2%
Margen EBITDA (%)	31%	29%	32%	31%	31%
Utilidad Neta	-46	1,049	2,913	1,052	1,113
Variación (%)	-	-	178%	-64%	6%
Margen Neto (%)	0%	8%	22%	8%	8%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Deuda / Activos (%)	20%	19%	18%	18%	18%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	3.1	2.3	2.5	2.5	2.6
Liquidez Corriente (x)	1.0	1.1	1.6	1.4	1.3
Deuda Neta / Ebitda (x)	1.2	1.5	0.8	1.2	1.3
Deuda Financiera (MM US\$)	6,797	6,941.2	6,941.2	6,941.2	6,941.2

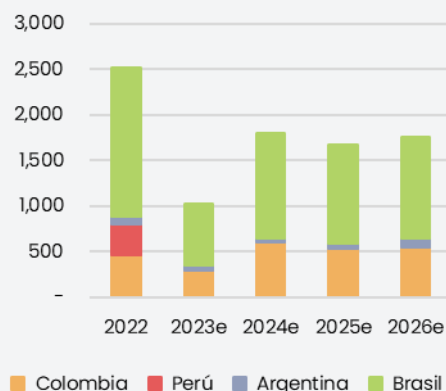
VALORIZACIONES					
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Precio de cierre (\$)	96	98	95	95	95
Precio Utilidad (x)	-	11.3	4.0	11.7	10.9
EV / Ebitda (x)	4.1	5.3	4.3	4.9	4.9
Bolsa Libro (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
Precio Ventas (x)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
ROA (%)	0%	3%	7%	3%	3%
ROE (%)	0%	6%	14%	5%	6%

Ingresos por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

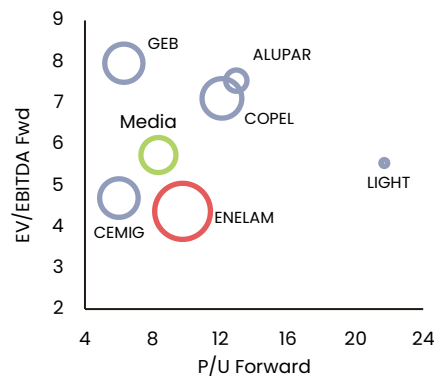
P/U Trailing



EV/Ebitda Trailing



Comparables



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

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

Durante el 2023, las actividades de *trading* de gas y mejores condiciones del sistema le permitieron cerrar con resultados por sobre los esperados por la propia compañía. Esto incluye la adición de 0,6 GW de ERNC a través de EGPC (Enel Green Power Chile), lo que le permitirían mantener una eficiencia más estructural en márgenes para los próximos años. En efecto, Enel Chile espera alcanzar unos 9,9 GW de capacidad neta instalada hacia 2026, lo que implicaría una expansión en torno a 16% respecto al cierre de 2023, en línea con nuestro escenario base.

Para el 2024-2025, se espera el término de algunos contratos con clientes regulados por un monto que la firma estima en US\$0,7 billones. Sin embargo, los precios actuales de energía le han permitido perseguir una estrategia de contratos con clientes libres (que sumarían unos US\$0,6 billones) aprovechando la búsqueda de mayor seguridad y sostenibilidad por parte de sus clientes, plasmada en buenos precios. En términos de generación, el crecimiento se capturaría con ERNC a través de EGPC, dándole un mayor énfasis a proyectos de baterías (+0,7GW), con un total de 1,3 GW a 2026, mientras que Enel Generación, con su matriz a base de hidro y gas, cumpliría un rol fundamental de respaldo para el sistema.

En concreto, a las incorporaciones comerciales de 2023, se sumarían iniciativas solares y eólicas por unos 700MW, que incluiría a Los Cóndores (150MW) y Don Humberto (80MW) para 2024. Con esto, apunta alcanzar ~79% de su capacidad neta a base de energías renovables de aquí a 3 años, que implicarían una inversión de US\$ 2,3 billones en dicho periodo, lo que conduciría una menor dependencia de la generación hidro para mostrar buenos resultados.

En cuanto a distribución, su concesión en la Región Metropolitana le permite mantener pérdidas de energía acotadas y márgenes relativamente estables, incluso en un eventual escenario macro más golpeado. En temas regulatorios, proyectamos un ROA para Enel Distribución no alejado del 6%-8% normativo, por lo que no debiera presentar ajustes tarifarios relevantes. Mientras, la discusión del PEC III, actualmente en curso, también será relevante para el segmento de generación, para la resolución de condiciones de liquidez e inversión en la industria.

Riesgos

- ↓ Condiciones hidrológicas más secas que estresen el funcionamiento el sistema durante el segundo semestre.
- ↓ 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 III.
- ↓ Retraso en regulación necesaria para dar claridad a próximas licitaciones de energía y fijación de VAD.

Enel Chile

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$68

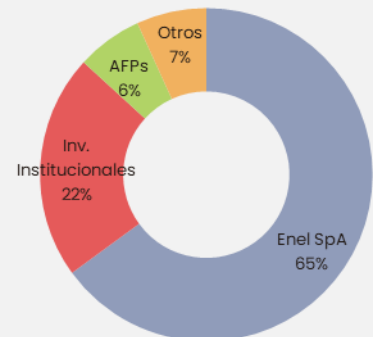
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELCHILE
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	50
Precio Objetivo (\$/US\$)	68 / 3.9
Precio Actual (\$)	57 / 3.5
Fecha Informe	21-Mar-23
Precio Min/Max 12M (\$)	37 / 64
Market Cap (MMUS\$)	4,074
Volumen Diario (MM\$)*	3,643
Nº Acciones (millones)	69,167
Free Float	35%
Peso IPSA	3.3%
Dividend Yield 2023	18.0%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2022

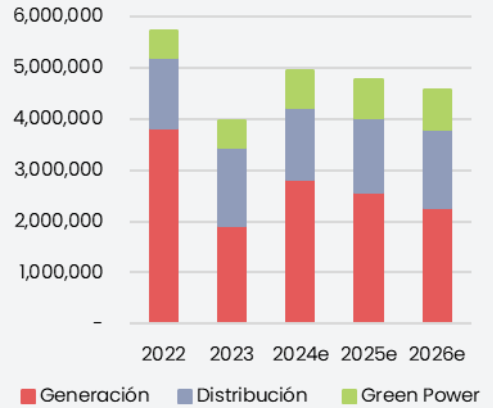
ENELCHILE | Sector: Eléctrico | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$57 | P. Objetivo: \$68

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Ingresos	4,956,432	4,380,246	4,102,004	3,961,881	3,789,890
Variación (%)	74%	-12%	-6%	-3%	-4%
Resultado Operacional	913,905	767,760	893,872	895,358	821,867
Variación (%)	N/A	-16%	16%	0%	-8%
Margen Operacional (%)	18%	18%	22%	23%	22%
EBITDA	1,174,203	1,038,957	1,171,539	1,176,374	1,106,003
Variación (%)	125%	-12%	13%	0%	-6%
Margen EBITDA (%)	24%	24%	29%	30%	29%
Utilidad Neta	1,253,630	633,455	965,966	959,817	887,233
Variación (%)	962%	-49%	52%	-1%	-8%
Margen Neto (%)	25%	14%	24%	24%	23%

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Deuda / Activos (%)	21.0%	23.6%	21.5%	20.6%	20.9%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	6.1	4.2	6.1	6.5	6.1
Liquidez Corriente (x)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.8
Deuda Neta / Ebitda (x)	1.4	2.1	2.0	1.8	1.9
Deuda Financiera (MM \$)	2,488,009	2,787,590	2,413,437	2,266,887	2,270,440

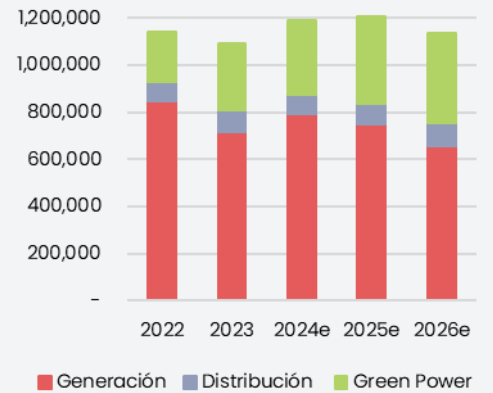
VALORIZACIONES					
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Precio de cierre (\$)	34	57	57	57	57
Precio Utilidad (x)	1.9	6.2	4.1	4.1	4.4
EV / Ebitda (x)	3.6	6.2	5.6	5.4	5.7
Bolsa Libro (x)	0.5	0.9	0.8	0.8	0.8
Precio Ventas (x)	0.9	1.5	1.0	1.0	1.0
ROA (%)	10.6%	5.4%	8.6%	8.7%	8.2%
ROE (%)	28.6%	15.1%	19.7%	19.2%	17.6%

Ingresos por Negocio (MM\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Negocio (MM\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

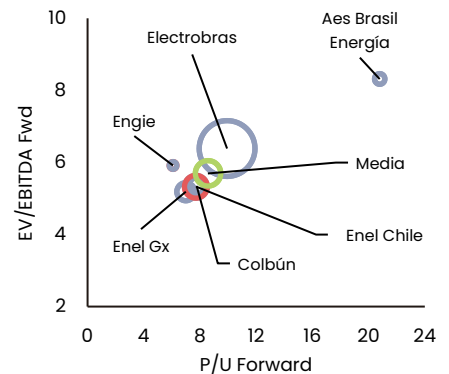
P/U Trailing*



EV/Ebitda Trailing



Comparables



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

Plan de Expansión Condicionado al Manejo de Liquidez y Exposición Comercial

Los ingresos de 2023, que mostraron una fuerte alza durante el primer semestre vía tarifas, reflejaron un reajuste durante el segundo semestre ante la indexación a los valores de los combustibles. Sin embargo, el buen escenario hidrológico de dicho periodo fue bien capturado por la compañía, donde Engie aprovechó su exposición al spot y la fuerte caída en costos marginales, tomando mayor relevancia las compras de energía por sobre su propia generación térmica, permitiéndole reducir sus costos e impulsar sus márgenes.

Contrario al 2023, este año la compañía presentaría una mayor sostenibilidad en el suministro de gas, además de contar con contratos ad-firme de gas argentino. A esto se le sumarían los compromisos por 3,6 TWh en PPAs backup, que junto con el aporte de las recientes incorporaciones en ERNC y una operación normalizada de generación a carbón con la reincorporación de IEM, la compañía apuntaría en el corto plazo a reducir su exposición al spot (a conveniencia y en función de la situación hidrológica) y reducir la volatilidad en horas no solares.

La introducción de Lomas de Taltal (353MW) compensaría la salida de CTM1 y CTM2 (341MW) esperadas para este 2024, además que los proyectos de baterías en Tamaya y Capricornio (~116MW) le permitirían reducir su exposición a horas no solares. En el mediano plazo, la empresa esperaría completar su plan de transición para el 2027 con la adición de proyectos por 0,7 GW de potencia, capacidad a la que se le sumaría la reconversión de Andina y Hornitos en 2025 en el contexto del plan de descarbonización. Con esto, Engie buscaría una política comercial más balanceada, reduciendo gradualmente sus compras al spot. Sin embargo, seguimos viendo que, si la compañía no desea reducir su participación de mercado, serían necesarias nuevas inversiones a futuro para mantener esta estrategia comercial. Esto, dentro de un escenario en el que el PEC-III podría mantener presionada su liquidez en caso de retrasar su aplicación, y considerando la readecuación de precios que presentarían sus contratos, por lo que vemos una mayor vulnerabilidad en la compañía respecto a sus pares.

Con lo anterior, para este año estimamos una mejora en Ebitda de 15% a/a, con un repunte de 8 pp. en su margen, que sería explicado por una estructura de costos más aliviada.

Riesgos

- ↓ Alta sensibilización de su valor estimado al precio de compra de energía de largo plazo (\pm 5% valorización cada US\$2 a LP).
- ↓ Potencial PEC III y extensión en su vigencia que vuelva condicionar su liquidez de mediano plazo.
- ↓ Retrasos en la incorporación de nuevos proyectos que generen exposición mayor en mercado spot.
- ↓ Necesidad de inversiones adicionales a largo plazo, mayores a las visualizadas en nuestras proyecciones.
- ↓ Reconversión de centrales y uso alternativo que se alejen de lo planificado por la compañía.

Engie Energía Chile

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$1.000

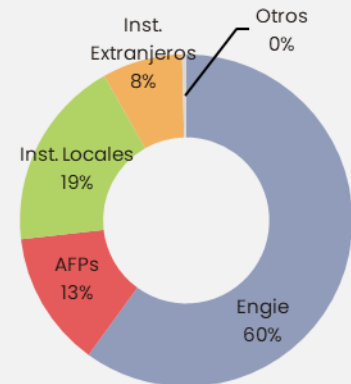
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ECL
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	1,000
Precio Actual (\$)	779
Fecha Informe	21-Mar-23
Precio Min/Max 12M (\$)	515 / 930
Market Cap (MMUS\$)	848
Volumen Promedio (MM\$)*	700
Nº Acciones (millones)	1,053
Free Float	40%
Peso IPSA	0.8%
Dividend Yield 2023	-

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2022

ECL | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$770 | P. Objetivo: \$1.000

ESTADO DE RESULTADOS

Millones de dólares	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Ingresos	1,920	2,193	1,720	1,739	1,742
Variación (%)	30%	14%	-22%	1%	0%
Resultado Operacional	0	221	249	314	355
Variación (%)	-100%	-	13%	26%	13%
Margen Operacional (%)	0%	10%	14%	18%	20%
EBITDA	189	403	462	507	528
Variación (%)	-40%	113%	15%	10%	4%
Margen EBITDA (%)	10%	18%	27%	29%	30%
Utilidad Neta	-388	-412	117	166	199
Variación (%)	-	-	-	43%	20%
Margen Neto (%)	-20%	-19%	7%	10%	11%

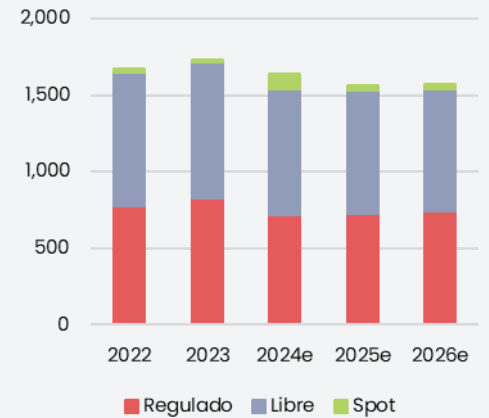
INDICADORES DE CRÉDITO

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Deuda / Activos (%)	41%	50%	50%	50%	48%
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	2.5	3.2	4.7	4.9	5.0
Liquidez Corriente (x)	1.3	1.4	1.0	1.2	1.5
Deuda Neta / Ebitda (x)	8.7	4.6	4.3	4.7	1.9
Deuda Financiera (MM US\$)	1,776	2,145	2,245	2,345	2,345.2

VALORIZACIONES

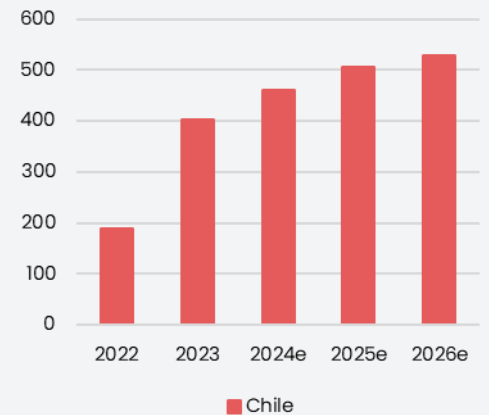
	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Precio de cierre (\$)	490	920	770	770	770
Precio Utilidad (x)	-1.5	-3.8	7.7	7.7	4.7
EV / Ebitda (x)	11.8	8.5	5.8	5.4	3.4
Bolsa Libro (x)	0.3	1.1	0.6	0.6	0.5
ROA (%)	-9%	-10%	3%	4%	4%
ROE (%)	-22%	-30%	8%	10%	11%

Ingresos por Segmento (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda (MMUS\$)

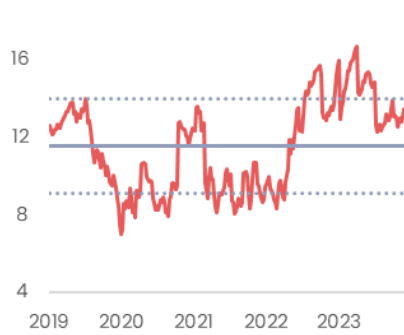


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

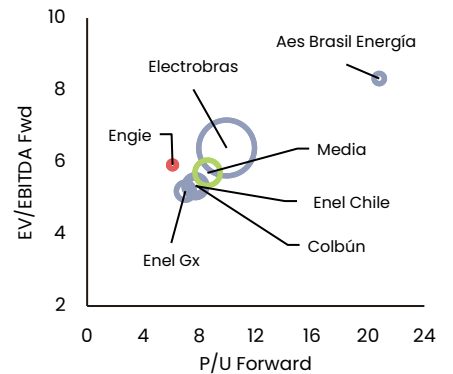
P/U Trailing



EV/Ebitda Trailing



Comparables



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security



DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.

Economista Jefe

felipe.jaque@security.cl

Paulina Barahona N.

Subgerente Renta Fija Corporativa

paulina.barahona@security.cl

Eduardo Salas V.

Economista Senior

eduardo.salas@security.cl

Roberto Valladares R.

Analista Senior de Inversiones

roberto.valladares@security.cl

Juan Ignacio Vicencio F.

Analista de Inversiones

juan.vicencio@security.cl

César Guzmán B.

Gerente Macroeconomía

cesar.guzman@security.cl

Nicolás Libuy I.

Subgerente Renta Variable Local

nicolas.libuy@security.cl

Marcela Calisto H.

Economista

marcela.calisto@security.cl

Felipe Molina R.

Analista de Inversiones

felipe.molinar@security.cl

Josefina Koljatic S.

Analista de Inversiones

josefina.koljatic@security.cl



Este informe es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviera actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [\[Reglamento\]](#). 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.