

Informe Security: ENEL GENERACIÓN

Paulina Barahona N. (paulina.barahona@security.cl)

Octubre 2017

RECOMENDACIÓN: SOBREPONDERAR

Precio Objetivo 12 meses: \$630

Precio de Mercado : \$556

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE ENELGXCH

	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Precio/Utilidad	13,7	11,4	7,2	14,2	16,8
Bolsa/Libro	1,4	1,3	2,0	2,4	2,3
FV/EBITDA	15,1	12,2	7,3	11,4	10,5

FV = Pat Bursátil + Interés Minoritario + Deuda Financiera - Caja y Equivalentes

VALORIZACIÓN ENELGXCH (Millones de Pesos)

VP Flujos de Caja	6.014.878
Inv. en Emp. Rel.	12.220
Inv. en Empresas Relacionadas	19.041
Valor Económico de los Activos	6.046.138
Deuda Financiera	-867.618
Ajuste Deuda por Tipo de Cambio	24.778
Interés Minoritario	-27.754
Valor Económico del Patrimonio	5.175.544
Número de Acciones*	8.202
Dividend Yield	3,9%
Precio de Mercado	556
Precio Objetivo 12-18 Meses	631

**En millones de acciones

EERR EFECTIVO Y PROYECTADO (Cifras en Millones de Pesos)

	2015	2016	2017 E	2018 E
Ingreso por Ventas	1.543.810	1.659.727	1.557.931	1.474.873
Costo de Ventas	-880.891	-895.060	-958.668	-834.824
Gastos de Adm. y Ventas	-146.058	-169.895	-121.519	-129.789
EBITDA	516.861	594.772	477.744	510.260
Resultado Operacional	401.819	431.386	360.304	402.773
Utilidad Neta	392.868	472.558	320.772	271.096

EVOLUCIÓN ENELGXCH V/S IPSA



Hemos actualizado nuestra cobertura de Enel Generación, estimando un precio objetivo de \$630 en un horizonte de 12 meses, consistente con una recomendación de Sobreponderar.

Pese a las perspectivas a la baja que se han manejado en el último año para el precio de la energía de largo plazo, la exposición de la compañía se moderó considerablemente tras el cierre de dos importantes contratos en 2016. El bloque adjudicado en la licitación de clientes regulados de 2016 y el contrato con Anglo American, que suman unos 7.320 GWh, permiten a la empresa compensar sus vencimientos de contratos a partir del año 2021. Ello le permitió avanzar en su foco de mantener contratos en línea con su generación eficiente (descartando episodios de extrema sequía).

En este contexto, se debe destacar que Enel Generación, debido a su matriz mayormente hídrica (55% del total), cuenta con más espacio en márgenes respecto a otros pares térmicos del sector para sustentar esta caída en los precios de la energía, lo que se potenciaría con la entrada en operaciones de la central hídrica Los Cóndores en 2019 (150 MW).

De cara a los resultados del segundo semestre, esperamos que la baja base de comparación del 2S16 y una relativa normalización en las lluvias favorezcan sus cifras, lo que se suma a un costo marginal bastante estable en la zona central gracias al aporte de las energías renovables no convencionales (ERNC), que ya alcanzan cerca de un 15% de la generación (ex mini hidro). Respecto a la OPA que su matriz Enel Chile lanzaría próximamente, vemos bastante probable el ofrecimiento de un atractivo premio de modo de incentivar la operación.

Los principales riesgos de esta valoración se vinculan a un deterioro mayor en las condiciones hidrológicas locales respecto a nuestras estimaciones, un atraso en la puesta en marcha de Los Cóndores y condiciones de precios de energía de largo plazo que sean inferiores a nuestro escenario base.

VALORIZACIÓN ENEL GENERACIÓN

La valorización económica de Enel Generación se basa en un modelo de flujos de caja descontados. Estimamos un precio objetivo de \$630 por acción en un horizonte de 12 meses, lo cual es consistente con una recomendación de Sobreponderar.

Pese a las perspectivas a la baja que se han manejado en el último año para el precio de la energía de largo plazo, la exposición de la compañía se moderó considerablemente tras el cierre de dos importantes contratos en 2016, que suman unos 7.320 GWh. Respecto al efecto en resultados de este nuevo escenario, se debe destacar que Enel Generación, debido a su matriz mayormente hídrica, cuenta con más espacio en márgenes respecto a otros pares para sustentar esta caída en precios, lo que se potenciaría con la entrada en operaciones de Los Cóndores en 2019 (150 MW). De cara a los resultados del segundo semestre, esperamos que la baja base de comparación del 2S16 y una relativa normalización en las lluvias favorezcan sus cifras, lo que se suma a un costo marginal bastante estable en la zona central gracias al aporte de las energías renovables (ERNC). En tanto, respecto a la OPA que su matriz Enel Chile lanzaría próximamente, vemos bastante probable el ofrecimiento de un atractivo premio de modo de incentivar la operación.

CUADRO 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Pesos)

	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Ingreso por Ventas	1.543.810	1.659.727	1.557.931	1.474.873	1.589.421
Crecimiento (%)	25,4%	7,5%	-6,1%	-5,3%	7,8%
Costo de Ventas	-880.891	-895.060	-958.668	-834.824	-895.254
Gastos de Adm. y Ventas	-146.058	-169.895	-121.519	-129.789	-144.491
EBITDA	516.861	594.772	477.744	510.260	549.676
Crecimiento (%)	41,2%	15,1%	-19,7%	6,8%	7,7%
Margen Ebitda	33,5%	35,8%	30,7%	34,6%	34,6%
Resultado Operacional	401.819	431.386	360.304	402.773	447.704
Crecimiento (%)	59,3%	7,4%	-16,5%	11,8%	11,2%
Margen Operacional	26,0%	26,0%	23,1%	27,3%	28,2%
Utilidad Neta	392.868	472.558	320.772	271.096	307.730

Fuente: Reportes de la empresa y Estudios Security.

CUADRO 2: FLUJO DE CAJA EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Pesos)

	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Resultado Operacional	401.819	431.386	360.304	402.773	447.704
Impuestos	-90.409	-103.533	-91.878	-108.749	-120.880
Resultado Después de Impuestos	311.410	327.853	268.427	294.024	326.824
Deprec + Amort	115.042	163.386	117.440	107.487	101.971
Inversión Bruta	-263.905	-194.880	-210.519	-207.887	-100.000
Cambio de Capital de Trabajo	-165.255	63.398	61.496	43.037	12.560
Flujo de Caja de Activos	-2.709	359.757	236.843	236.661	341.356

Fuente: Reportes de la empresa y Estudios Security.

CUADRO 3: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA
(Cifras en Millones de Pesos)

VP Flujos de Caja	6.014.878
Inv. en Emp. Rel.	12.220
Inv. en Empresas Relacionadas	19.041
Valor Económico de los Activos	6.046.138
Deuda Financiera	-867.618
Ajuste Deuda por Tipo de Cambio	24.778
Interés Minoritario	-27.754
Valor Económico del Patrimonio	5.175.544
Número de Acciones*	8.202
<i>Dividend Yield</i>	3,9%
Precio de Mercado	556
Precio Objetivo 12-18 Meses	631

**En millones de acciones

Fuente: Estudios Security.

CUADRO 4: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS

	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Precio/Utilidad	13,7	11,4	7,2	14,2	16,8
Bolsa/Libro	1,4	1,3	2,0	2,4	2,3
FV/EBITDA	15,1	12,2	7,3	11,4	10,5

FV = Pat Bursátil + Interés Minoritario + Deuda Financiera - Caja y Equivalentes

Fuente: Reportes de la empresa y Estudios Security.

CUADRO 5: SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO (\$) FRENTE A VARIACIONES EN LA TASA DE DESCUENTO Y CRECIMIENTO A PERPETUIDAD

		Tasa de descuento relevante				
		7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad	2,0%	616	567	525	489	457
	3,0%	685	621	569	524	486
	4,0%	792	702	631	573	526
	5,0%	981	834	728	646	582
	6,0%	1.397	1.089	897	765	669

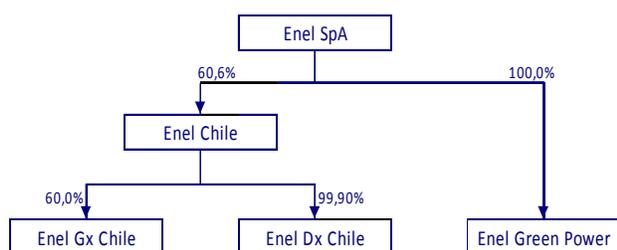
Fuente: Estudios Security.

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

Reestructuración Societaria de Enel Chile

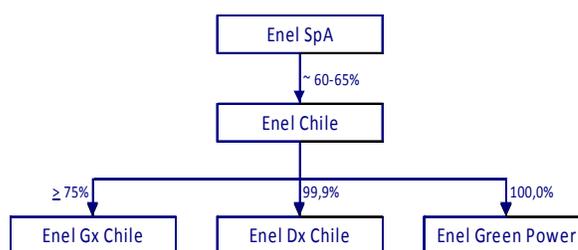
En el marco de una nueva reestructuración de activos propuesta por el grupo, Enel Chile lanzará una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) por el 100% de las acciones de Enel Generación Chile, de la cual posee actualmente el 60% de la propiedad. En función del éxito de esta operación (que se declararía en caso de alcanzar al menos el 75% de la compañía), Enel Chile además adquirirá, a través de una fusión por absorción, los activos en Chile de Enel Green Power (EGP), filial de la matriz italiana Enel SpA, que se dedica a la generación de energías renovables no convencionales (ERNC) a nivel global.

GRÁFICO 1: ESTRUCTURA PRE-FUSIÓN



Fuente: Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 2: ESTRUCTURA POST-FUSIÓN



Fuente: Departamento de Estudios Security.

El sentido de esta transacción apuntaría a eliminar los posibles conflictos de interés dentro del grupo respecto al crecimiento orgánico en nuestro país. Dado que Enel Generación se concentra en energías convencionales, las cuales han decaído en participación dentro del plan de obras del sistema, ya desde la reestructuración anterior del grupo (2015-2016) habían surgido preocupaciones respecto a las escasas oportunidades de expansión que tendría esta filial con respecto a EGP, al ser dueña directamente la italiana Enel. Si bien, se habló de la opción de un *joint venture* para futuros proyectos de ERNC donde Enel Generación manejaría el 40%, éste nunca se concretó. Aunque esta nueva estructura mantendría estrategias independientes entre Enel Generación y EGP, estarían bajo una misma cabeza, Enel Chile.

La realización de esta operación está sujeta a un cambio en los estatutos de Enel Generación, que hoy tienen un límite de concentración accionaria del 65%, lo que requiere una junta extraordinaria de accionistas con una aprobación del 75%. La OPA, en tanto, sería de carácter mixto, una parte se pagaría con dinero y la otra con acciones de Enel Chile.

Los siguientes pasos en este proceso serían la publicación de las valorizaciones de Enel Generación y Enel Green Power en Chile por parte de los peritos independientes designados por los directorios, de modo de fijar las condiciones de canje y porcentajes de efectivo a pagar, junto con la junta de accionistas que busque modificar los estatutos de Enel Generación. Por el momento se estima que el proceso completo tome hasta mediados del próximo año.

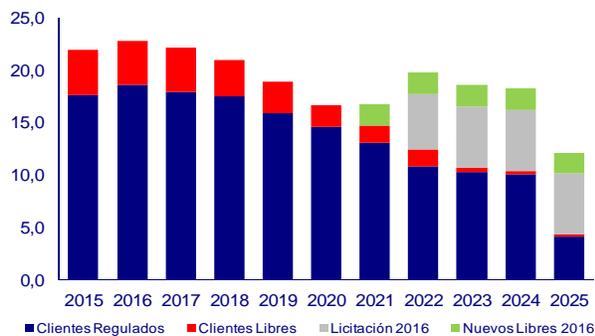
A nuestro juicio, el anuncio efectivamente ayudaría a reducir los conflictos de interés respecto a los planes de crecimiento en el negocio de generación, al quedar ambas compañías bajo el mismo control, lo que debiera derivar en decisiones económicamente rentables. Además, pese a que la acción ha subido casi un 15% desde el día del anuncio (25-ago), una OPA en general se traduce en el pago de un premio a los accionistas minoritarios de modo de incentivar la transacción, lo que podría aportar un retorno adicional al papel.

El Nuevo Escenario que Dejó la Licitación Eléctrica de 2016

El resultado de la licitación de energía del año pasado dejó en claro cambios esenciales que deberán enfrentar las empresas de generación en lo próximo. El alto protagonismo de las ERNC, de muy bajo costo operativo, derivó en una fuerte reducción en las perspectivas de precio de largo plazo para la energía y en una alta expectativa de cara a las licitaciones venideras. Si bien, existe consenso respecto a la necesidad de aumentar las garantías en las ofertas para disminuir la especulación de precios y de dar más espacio a las energías convencionales para dar sustento a la intermitencia que caracteriza a las ERNC, es un hecho que los precios superiores a US\$100/MWh de las licitaciones previas habrían quedado en el pasado.

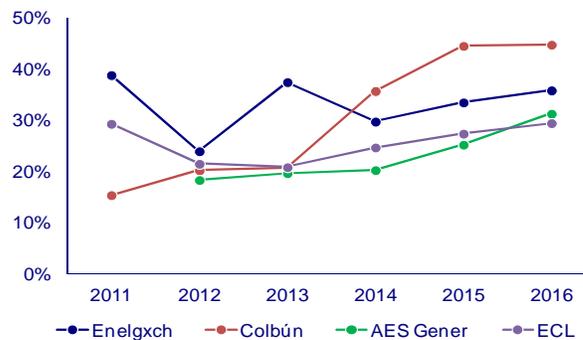
En este sentido, Enel Generación enfrentaría un escenario algo menos desafiante respecto a otras generadoras. Si bien, la compañía presentaba en 2016 vencimientos de contratos relevantes hacia 2020, cercano a un 25% del nivel actual, la adjudicación de 5.320 GWh en la licitación de agosto de ese año para el periodo 2022-2041 y el cierre de un contrato con Anglo American por 2.000 GWh entre 2021 y 2030 en mayo de 2016 implicaron un avance importante en términos comerciales para contrarrestar esta disminución de compromisos (gráfico 3). Además, dado que un 55% de su capacidad instalada es hídrica, sus costos unitarios de generación son bajos, por lo que la empresa cuenta con un mayor espacio en márgenes respecto a otros pares más térmicos dentro del sector para enfrentar menores precios para la energía (gráfico 4). Lo anterior se complementaría con un menor precio *spot* para cubrir sus posibles *déficits* de suministro en caso de un empeoramiento de la hidrología.

GRÁFICO 3: COMPROMISOS DE ENERGÍA ENEL GENERACIÓN (GWh)



Fuente: Presentación Corporativa y Depto. Estudios Security

GRÁFICO 4: EVOLUCIÓN MARGEN EBITDA (SÓLO INCLUYE OPERACIONES EN CHILE)



Fuente: Press Release Empresas y Depto. Estudios Security

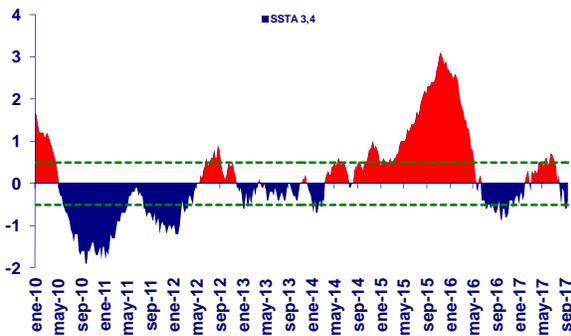
Cabe señalar el interés que mantiene la compañía de participar en futuras licitaciones de distribución y cerrar nuevos contratos libres, como estaría ocurriendo en el proceso que se definirá a fines de octubre de este año. La estrategia de Enel Generación apuntaría a evitar su exposición al mercado *spot*, para lo cual su foco estaría en lograr un nivel de contratación en torno a los 20.000 GWh al año, lo que cubriría con generación eficiente (a menos que las condiciones hídricas sean extremadamente estrechas). Esto no considera capacidad térmica a gas que hoy se encuentra subutilizada (básicamente, Quintero, Taltal y GasAtacama, que suman unos 1.280 MW), que eventualmente podría hacerla operativa en caso de conseguir nuevos suministros de este combustible y/o un acuerdo de regasificación en el norte del país. Esto último lo consideramos como un riesgo al alza en nuestra valoración.

Para esta valoración de Enel Generación mantuvimos las menores perspectivas de precio de venta de energía de largo plazo para futuros contratos, en niveles de US\$60/MWh hoy (alineado al costo marginal de centrales a gas natural), lo que la compañía asumiría en la medida que sus contratos vayan venciendo, bajo el supuesto de renegociación de éstos (principalmente a partir del año 2025). **Sin embargo, aún existe incertidumbre respecto a cuál será en definitiva este nivel de precios, tema que resurge con cada licitación eléctrica, lo que podría constituir un factor del riesgo en la valoración de la compañía. Al respecto, sus valorizaciones actuales estarían validando un nivel de precios de la energía en línea con la última licitación.**

Condiciones Hidrológicas en Chile

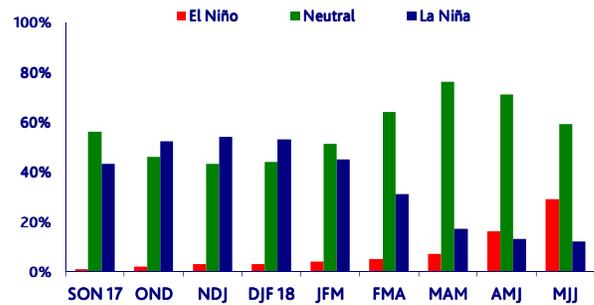
De acuerdo a los modelos meteorológicos del IRI de la Universidad de Columbia, las anomalías en la Temperatura Superficial del Mar (TSM) se han mantenido en los últimos meses dentro del rango promedio en la zona 3.4 del Océano Pacífico, consistente con un escenario Neutral. Esto se traduciría en condiciones más bien normales de lluvia para Chile. Si bien, de cara a 2018 el panorama aún es incierto, los modelos de probabilidad apuntarían a condiciones mayormente normales para los meses de mayo-junio, dejando más al margen la posible ocurrencia del Fenómeno del Niño (característico de mayores precipitaciones en nuestro país). La Niña tomó bastante fuerza en los últimos pronósticos pero sólo para el cierre de 2017 e inicios de 2018.

GRÁFICO 5: ÍNDICE DE OSCILACIÓN DEL SUR (°C)* ZONA 3.4 PACÍFICO



Fuente: Climate Prediction Center (CPC) y Depto. Estudios Security
* Desviación en la TSM respecto a datos históricos

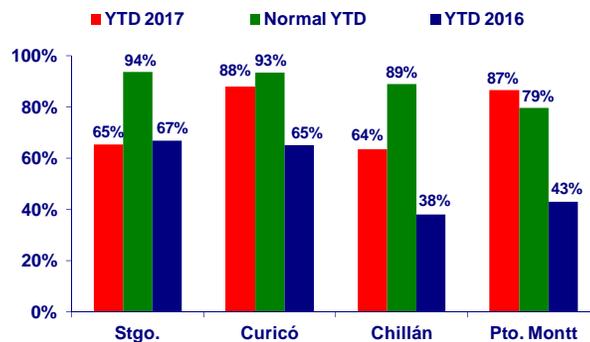
GRÁFICO 6: PROBABILIDAD ESCENARIOS EL NIÑO – LA NIÑA - NEUTRAL



Fuente: Depto. Estudios Security en base a datos del International Research Institute for Climate and Society – Columbia University

En 2017, las precipitaciones en Chile han presentado registros entre normales y secos según zona geográfica (gráfico 7). Si, por un lado, hemos visto condiciones relativamente neutrales en la zona del Maule (que concentra el 26% de la capacidad hídrica de Enel Generación), la región del Biobío en tanto maneja cifras por debajo de un año normal (donde Enel Generación posee un 61% de su producción hídrica). Esto explicaría la disparidad en resultados de las empresas del sector al cierre del primer semestre, siendo Enel Generación la más golpeada en márgenes, con un descenso de 27% a/a en el Ebitda. Sin embargo, frente a mejores expectativas para la temporada de deshielos con respecto a 2016 y un escenario de lluvias que, si bien es seco, fue aún más seco el año pasado, permitirían repuntar estas cifras.

GRÁFICO 7: PRECIPITACIONES ACUMULADAS*

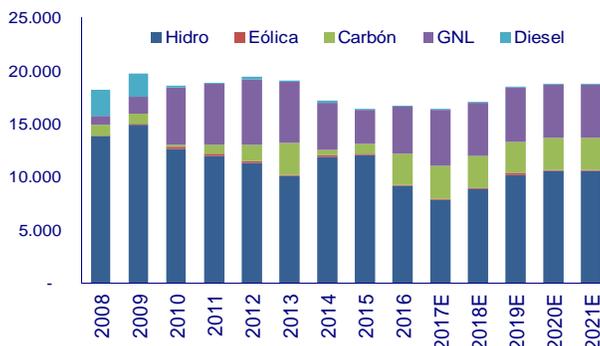


Fuente: Dirección Meteorológica de Chile y Depto. Estudios Security
* Datos al 28-sep-17. Por ejemplo, en Curicó ha llovido un 88% de la precipitación total de un año normal, cuando a esta fecha debería alcanzar 93%.

A septiembre, el SIC anota un nivel de generación de 41.282 GWh, 2,0% superior a igual periodo de 2016. De este valor, 33% fue energía hídrica (-1,8 p.p.), 65% energía térmica eficiente (2,5 p.p.) y 2% diesel (-0,7 p.p.). Pese a este *mix* más térmico, el costo marginal presenta una mínima caída de -1% anual, promediando US\$63/MWh. Lo anterior demuestra la mayor estabilidad con que se ha comportado el costo marginal en medio de una matriz altamente térmica gracias al apoyo de las energías renovables, que ya alcanzan un 15% de la generación del SIC (ex mini hidro). Por su parte, en la zona norte, la generación a septiembre acumula 14.014 GWh, cayendo un -4,3% a/a producto de la paralización de Minera Escondida a inicios de año. Carbón, gas y ERNC han representado 99% de la matriz, dejando en mínimos el uso de diesel. Con ello, el costo marginal promedia US\$55/MWh, cayendo -11% en el año pese al alza en el precio de los combustibles.

Para 2018-2020 esperamos una relativa mejora en las condiciones hídricas en nuestro país, luego de enfrentar dos años con un fuerte descenso en las precipitaciones. No obstante, nuestras perspectivas de mediano y largo plazo para los factores de carga de las centrales hídricas no alcanzan a retornar a los niveles históricos de los últimos 10 años (gráfico 8), lo que nos posiciona en un escenario conservador respecto a las proyecciones de generación hídrica de Enel Generación.

**GRÁFICO 8: ESTIMACIONES MIX DE GENERACIÓN
ENELGXCH (GWh)**



Fuente: Press Release y Departamento de Estudios Security

Incorporación de Nueva Capacidad

En nuestro modelo sólo estamos incluyendo la construcción de la central hidroeléctrica Los Cóndores (150 MW) en la Región del Maule, la que estaría operativa a partir del año 2019. Su aporte al *mix* de generación ascendería a unos 600 GWh por año e implicaría una inversión cercana a los US\$660 millones. Al 2016 se había invertido un 42% del total.

Enel Generación cuenta con otras alternativas de expansión, pero éstas se encuentran aún en estudio. Entre ellas destacan la conversión de la central térmica Taltal a ciclo combinado (aportando 130 MW extras), situación similar a la del complejo Quintero, o la construcción de proyectos hídricos de menor envergadura, como por ejemplo la central Vallecito de 70 MW en el Maule. El proyecto hídrico Neltume (490 MW) está en revisión desde 2016, y creemos muy probable que su EIA sea reenviado al Servicio de Evaluación Ambiental bajo nuevos criterios de construcción. Ante la incertidumbre respecto al desarrollo de estas iniciativas, no son consideradas dentro del modelo de valoración, y constituyen un riesgo al alza.

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- La depreciación sobre activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.
- La caja y la deuda financiera se extraen de los últimos estados financieros presentados por la compañía (junio de 2017) y, en el caso de la deuda financiera, se efectúa un ajuste por la porción de deuda de largo plazo expresada en dólares (60%), considerando las expectativas de evolución del peso chileno frente a esta moneda.
- En materia tributaria, se asumió que la tasa de impuestos alcanza paulatinamente un 27% en 2018, en línea con la Reforma Tributaria (25,5% en 2017 y 27% en 2018).
- En el largo plazo estimamos que la empresa invierte un monto equivalente a la depreciación de sus activos fijos.
- Se estimó que la compañía renueva sus contratos libres y regulados que venzan de modo que se ajustan a la generación eficiente estimada, salvo los del año 2021 para dar espacio a otros contratos ya cerrados.
- En relación a sus costos de generación y a las indexaciones de sus contratos, las proyecciones consideran un precio para el WTI en torno a US\$48 el barril en 2017 y US\$50 en barril en 2018. Respecto al carbón, estimamos un alza de 34% este año, para posteriormente caer un 15% en total en los siguientes dos años. El precio del GNL (*henry hub*) se movería alineado al precio del WTI. Por último, el IPC de Estados Unidos mantendría un alza de 2% por año.
- La tasa de crecimiento nominal anual de largo plazo de los flujos de caja en pesos asciende a 4%.
- La tasa de costo de capital (WACC) ocupada para el descuento de flujos, así como las variables empleadas para su cálculo, se presentan en el Cuadro N°6.

CUADRO 6: ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL DE ENEL GENERACIÓN EN PESOS

Datos WACC	
Tasa Libre de Riesgo	5,3%
Premio Riesgo	5,5%
Tasa Mercado	10,8%
Beta	1,0
Deuda Financiera Sobre Activos	30%
Patrimonio Sobre Activos	70%
Costo de la Deuda	5,0%
Costo del Patrimonio	10,8%
WACC Nominal en Pesos	8,6%

Fuente: Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Felipe Jaque S.	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl
Constanza Pérez S.	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Estudios Renta Fija	juanjose.ayestaran@security.cl
Paulina Barahona N.	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	juancarlos.prieto@security.cl
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl
Carolina Abuaud M.	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@security.cl
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl
Aldo Lema N.	Economista Asociado	aldo.lema@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: hv_Security