

Informe Security: COLBÚN

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

Enero 2018

RECOMENDACIÓN: SOBREPONDERAR

Precio Objetivo 12 meses: \$165

Precio de Mercado: \$150

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE COLBÚN

	2015	2016	2017*	2018 E	2019 E
Precio/Utilidad	21,1	16,5	15,2	15,9	14,3
Bolsa/Libro	1,2	0,9	1,0	1,1	1,1
FV/EBITDA	11,6	8,7	9,1	9,2	8,9

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

* En base a resultados estimados

VALORIZACIÓN COLBÚN
(Millones de Dólares)

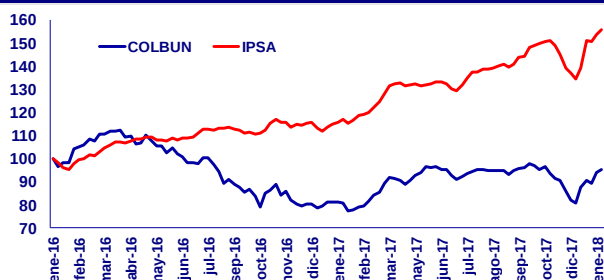
VP Flujos de Caja	5.864,9
Caja	776,3
Inv. en Emp. Relacionadas	36,4
Valor Económico de los Activos	6.677,6
Deuda Financiera	-1.695,5
Ajuste Deuda por Tipo de Cambio	79,4
Interés Minoritario	-226,4
Valor Económico del Patrimonio	4.835,1
Número de Acciones*	17.536,2
Dividend Yield	5,1%
Precio de Mercado	150
Precio Objetivo 12-18 Meses	165

**En millones de acciones

EERR EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Dólares)

	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Ingreso por Ventas	1.313,8	1.436,2	1.538,2	1.566,7	1.604,4
Costo de Ventas	-645,9	-724,6	-771,1	-777,5	-785,4
Gastos de Adm. y Ventas	-279,5	-337,5	-345,1	-326,9	-309,9
Resultado Operacional	388,5	374,1	422,0	462,3	509,2
EBITDA	583,4	601,8	660,9	680,9	708,6
Utilidad Neta	203,9	201,7	266,8	271,6	305,7

EVOLUCIÓN COLBÚN V/S IPSA



Hemos actualizado nuestra cobertura de Colbún, estimando un precio objetivo de \$165 en un horizonte de 12 meses, consistente con una recomendación de Sobreponderar.

Frente al desafío que implica para la compañía la baja en las perspectivas del precio de la energía debido al vencimiento de contratos, valoramos su reciente enfoque hacia el segmento libre. Si bien, en las últimas licitaciones Colbún no obtuvo adjudicaciones, alternativamente avanzó cerrando contratos con clientes libres de menor tamaño por unos 1.600 GWh en los últimos 12 meses. Esto le permitiría reducir en parte su futura exposición al mercado *spot*, aunque vemos necesario que en el corto plazo fortalezca esta estrategia. Cabe señalar que si esto viene acompañado de una hidrología más favorable que la considerada en el modelo, constituye un relevante sesgo al alza.

Una ventaja para enfrentar lo anterior es su matriz altamente hídrica (49% del total en Chile), que le permite contar con más espacio en márgenes respecto a sus pares para soportar una caída en los precios de la energía. En los últimos años ha logrado el mejor desempeño operacional del sector y una estabilidad en márgenes pese a un escenario hidrológico desfavorable.

Respecto al acuerdo de suministro de gas con Enap, **consideramos atractiva la posibilidad que Neuqueno actúe como *back up* frente a futuros escenarios hídricos estrechos y la intermitencia de las energías renovables**, aspecto que aún no cubren las bases de las recientes licitaciones de energía.

Los principales riesgos a la baja de esta valoración se vinculan a condiciones hidrológicas más secas, mayores costos y menores precios de energía de largo plazo que impliquen una diferencia importante respecto a nuestras estimaciones. En cuanto al cierre de algún contrato relevante por parte de la compañía y el posible anuncio de desarrollo de nuevas inversiones o de M&A en la región, podrían implicar un retorno adicional respecto a nuestra valoración.

VALORIZACIÓN COLBÚN

La valorización económica de Colbún se basa en un modelo de flujos de caja descontados. Estimamos un precio objetivo de \$165 por acción en un horizonte de 12 meses, lo cual es consistente con una recomendación de Sobreponderar.

Frente al desafío que genera la baja en las perspectivas del precio de la energía, la compañía ha suplido parte de su desafiante calendario de vencimientos de contratos con acuerdos con clientes libres de menor tamaño, estrategia que esperamos se fortalezca en el corto plazo para disminuir su futura exposición al mercado *spot*. Cabe señalar que si esto viene acompañado de una hidrología más favorable, constituye un relevante sesgo al alza. Además, gracias a su perfil hídrico, Colbún cuenta con un mayor soporte en márgenes para enfrentar este nuevo escenario tarifario. Consideramos que esta condición, y el acuerdo de suministro de gas para Nehuenco, le brindan las herramientas para actuar como *back up* frente a la intermitencia que podría predominar en el sistema producto del alto protagonismo que están alcanzando las ERNC en la matriz.

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

	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Ingreso por Ventas	1.313,8	1.436,2	1.538,2	1.566,7	1.604,4
Crecimiento (%)	-12,6%	9,3%	7,1%	1,9%	2,4%
Costo de Ventas	-645,9	-724,6	-771,1	-777,5	-785,4
Gastos de Adm. y Ventas	-279,5	-337,5	-345,1	-326,9	-309,9
Resultado Operacional	388,5	374,1	422,0	462,3	509,2
Crecimiento (%)	9,7%	-3,7%	12,8%	9,5%	10,1%
Margen Operacional	29,6%	26,0%	27,4%	29,5%	31,7%
EBITDA	583,4	601,8	660,9	680,9	708,6
Crecimiento (%)	8,7%	3,1%	9,8%	3,0%	4,1%
Margen EBITDA	44,4%	41,9%	43,0%	43,5%	44,2%
Utilidad Neta	203,9	201,7	266,8	271,6	305,7

Fuente: Reportes de la empresa y Departamento de Estudios Security.

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

	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Resultado Operacional	388,5	374,1	422,0	462,3	509,2
Impuestos	-80,5	-91,3	-108,7	-124,8	-137,5
Resultado Después de Impuest	307,9	282,8	313,4	337,5	371,7
Deprec + Amort	229,5	227,7	238,8	218,6	199,4
Inversión Bruta	-87,7	-187,7	-135,0	-120,0	-100,0
Cambio de Capital de Trabajo	-162,4	4,0	1,8	2,3	3,2
Flujo de Caja de Activos	287,4	326,8	419,0	438,4	474,3

Fuente: Reportes de la empresa y Departamento de Estudios Security.

CUADRO 3: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA
(Millones de Dólares)

VP Flujos de Caja	5.864,9
Caja	776,3
Inv. en Emp. Relacionadas	36,4
Valor Económico de los Activos	6.677,6
Deuda Financiera	-1.695,5
Ajuste Deuda por Tipo de Cambio	79,4
Interés Minoritario	-226,4
Valor Económico del Patrimonio	4.835,1
Número de Acciones*	17.536,2
<i>Dividend Yield</i>	5,1%
Precio de Mercado	150
Precio Objetivo 12-18 Meses	165

**En millones de acciones

Fuente: SVS y Departamento de Estudios Security.

CUADRO 4: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS

	2015	2016	2017*	2018 E	2019 E
Precio/Utilidad	21,1	16,5	15,2	15,9	14,3
Bolsa/Libro	1,2	0,9	1,0	1,1	1,1
FV/EBITDA	11,6	8,7	9,1	9,2	8,9

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

* En base a resultados estimados

Fuente: Reportes de la empresa y Departamento de Estudios Security.

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

		Tasa de descuento relevante				
		6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad	1,0%	161	148	137	127	119
	2,0%	180	163	149	137	127
	3,0%	209	185	165	150	137
	4,0%	262	221	192	170	153
	5,0%	383	294	239	203	176

Fuente: Departamento de Estudios Security.

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

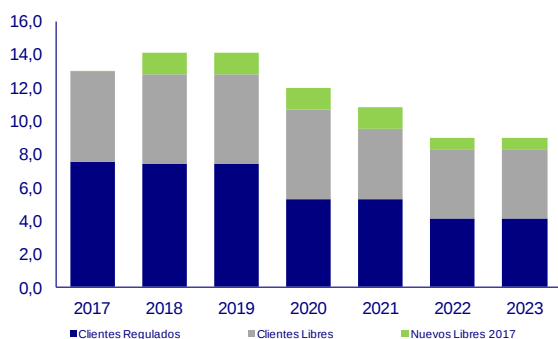
El Escenario que han Dejado las Últimas Licitaciones Eléctricas

Los resultados y la discusión posterior de las licitaciones de energía de 2016 y 2017 dejaron en claro cambios esenciales que deberán enfrentar las empresas de generación local en el mediano plazo. El alto protagonismo de las energías renovables (ERNC), de muy bajo costo operativo, ha derivado 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. 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 respaldar la intermitencia que caracteriza a las ERNC, pero también es un hecho que los precios superiores a US\$100/MWh de las licitaciones previas habrían quedado en el pasado.

En este sentido, Colbún enfrentaría un escenario relativamente desafiante. La compañía tendría vencimientos relevantes ya a partir del año 2020 (gráfico 1), con una caída acumulada al 2022 que representaría el 31% de los contratos actuales. A lo anterior se suma que sus actuales contratos registran una tarifa promedio de US\$96/MWh (según sus estados financieros a sep-17), valor que se debiera ir ajustando a la baja, de acuerdo a las nuevas perspectivas de largo plazo para el precio de la energía, en la medida que éstos vayan venciendo.

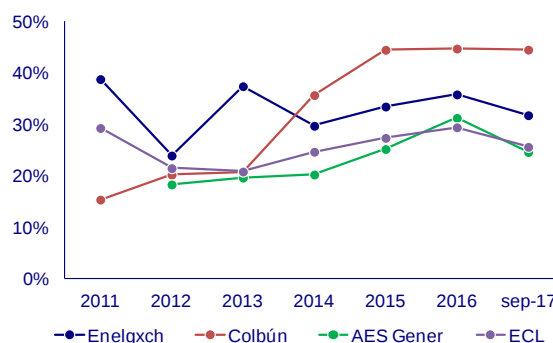
Dado que Colbún ha quedado fuera de las últimas subastas de energía, **en los últimos meses ha buscado caminos alternativos para hacer frente a este escenario.** Por ejemplo, durante 2017 la generadora se enfocó en cubrir las necesidades de clientes de menor tamaño que han optado por trasladarse desde el segmento regulado al libre ante las nuevas perspectivas de precios. Lo anterior ha derivado en que su cartera de clientes libres aumentara de tamaño, con una composición bastante más atomizada. De esta forma, según señala la propia empresa, en los últimos 12 meses (a nov-17) han concretado contratos de corto plazo por 1.600 GWh al año, ayudando en parte a hacer frente a este calendario comercial y aminorar la posibilidad de que la firma quede expuesta al mercado *spot*. Esperamos que en el corto plazo esta estrategia se fortalezca.

GRÁFICO 1: COMPROMISOS DE ENERGÍA COLBÚN (GWh)



Fuente: Presentación Corporativa y Depto. Estudios Security

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN MARGEN EBITDA (SÓLO INCLUYE OPERACIONES EN CHILE)



Fuente: Press Release Empresas y Depto. Estudios Security

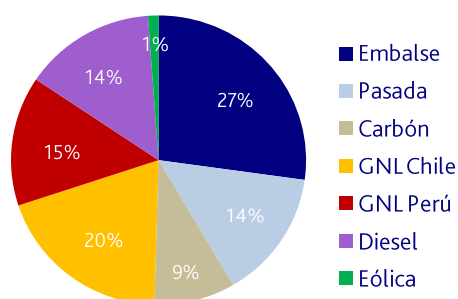
Por otro lado, no se debe olvidar su ventaja operativa respecto a sus pares. **Su perfil altamente hídrico en Chile y su matriz térmica eficiente derivan en bajos costos unitarios para la firma, por lo que dentro del sector cuenta con un mayor espacio en márgenes respecto a otros actores, especialmente los más térmicos, para enfrentar menores precios para la energía** (gráfico 2). De hecho, Colbún no sólo ha logrado consolidarse como la generadora de mejor desempeño operacional en los últimos años, tras superar la sobrecontratación momentánea que implicó la activación del contrato con Codelco en 2013, sino además se ha caracterizado por mantener márgenes constantes pese a la inestabilidad del escenario hídrico local, gracias a una adecuado manejo operacional de su matriz.

En lo que respecta a la valoración de Colbún, incorporamos las menores perspectivas de precio de venta de energía de largo plazo para futuros contratos, asumiendo un nivel de US\$55/MWh hoy, valor que creemos incorporaría la necesidad de contar con el gas natural como energía de respaldo y una recuperación en la demanda de energía. De esta forma, bajo el supuesto de renegociación de sus contratos (que se aprecia principalmente a partir del año 2022), la compañía asumiría estos nuevos precios en la medida que éstos vayan venciendo. **Sin embargo, queremos recalcar que 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 de riesgo en la valoración de la compañía. Al respecto, sus valorizaciones actuales estarían validando un nivel de precios de la energía levemente inferior respecto a nuestro supuesto de largo plazo.**

Nuevo Contrato de Suministro de Gas con Enap

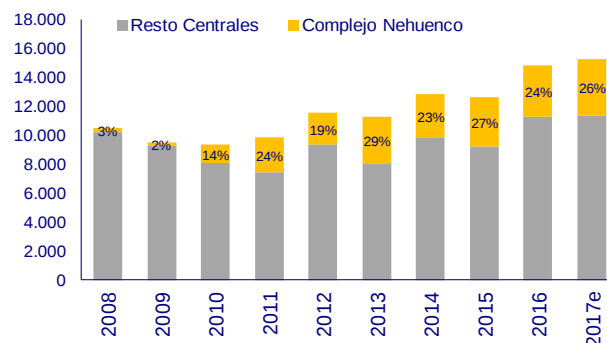
A mediados de 2017, Colbún y Enap Refinerías (ERSA) suscribieron un contrato de suministro de gas natural, que le permitirá a la generadora disponer de GNL proveniente de embarques de ERSa y de terceros proveedores del mercado internacional, además de capacidad de regasificación de la estatal en el terminal Quintero. Esto permitiría hacer operativos simultáneamente dos ciclos combinados del Complejo Nehuenco durante 6 meses del año, y uno en los otros restantes 6 meses. El inicio de este contrato se fijó para enero de este año, y tendrá una duración de 13 años. El pago mínimo alcanzaría US\$400 millones durante su vigencia.

GRÁFICO 3: CAPACIDAD INSTALADA COLBÚN (3.936 MW)



Fuente: Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 4: PARTICIPACIÓN DE NEHUENCO EN GENERACIÓN TOTAL DE COLBÚN



Fuente: Departamento de Estudios Security.

Actualmente, Nehuenco representa el 20% de la capacidad total de Colbún, que considerando a Perú alcanza 3.936 MW instalados (gráfico 3). Cuenta con tres unidades: Nehuenco I de 368 MW, Nehuenco II de 398 MW (las dos más eficientes) y Nehuenco III o TG 9B de 108 MW (que opera con diesel). El proyecto Nehuenco nació en la era de la introducción de gas natural desde Argentina. Por algún tiempo, benefició los resultados de Colbún por su bajo costo operativo. Sin embargo, desde los recortes definitivos de gas en 2005, su inhabilitación obligó a la empresa a buscar alternativas para suplir sus contratos de suministro de energía, como por ejemplo desarrollar centrales de diesel de rápida ejecución o (como ha ocurrido en los últimos años) cerrar contratos de suministro de gas de corto plazo con Enap o Metrogas de modo de aminorar el impacto de eventualmente tener dicha capacidad como ociosa. No obstante, estos contratos eran sólo por algunos meses del año.

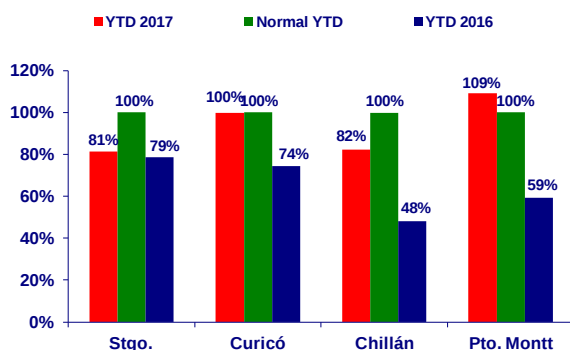
Pensando en un posible funcionamiento regular de al menos una de estas centrales durante el año, estas unidades podrían alcanzar un factor de carga en torno a 80% (de referencia, San Isidro de Enel Generación actualmente opera en niveles de 70-80%). Así, de acuerdo a nuestras estimaciones, el convenio con Enap implicaría un aporte estable de alrededor de 4.000 GWh al año a la generación de la compañía, tomando en cuenta las dos unidades más eficientes de Nehuenco. Claramente constituye un importante aporte en relación con los cerca de 13.000 GWh que generaría la empresa al año y le entrega mayor flexibilidad considerando su alta exposición hídrica (49% de su matriz en Chile).

La concreción de este acuerdo con Enap dio nuevos aires a centrales que la compañía incluso había dispuesto a la venta. A nuestro juicio, en medio de un escenario hidrológico estrecho y la introducción de energías renovables al sistema, **el principal atractivo de este acuerdo estaría en la posibilidad que Nehuenco actúe como *back up* tanto para el suministro de contratos de la compañía (inicialmente) como para el sistema a futuro, considerando la necesidad de suplir la intermitencia que caracteriza a las ERNC**, que rápidamente se están acercando a la meta de representar el 20% de los retiros de energía hacia 2025.

Condiciones Hidrológicas y de Generación en Chile

En 2017, las precipitaciones en Chile presentaron registros entre normales y secos según zona geográfica (gráfico 5). En efecto, las mejores condiciones se presentaron en la zona del Maule, región que concentra el mayor porcentaje de la capacidad hídrica de Colbún. Esto explicaría la disparidad en resultados de las empresas del sector durante 2017, siendo Colbún la más beneficiada en márgenes, con un alza de 12% a/a en el Ebitda al 3T17. En este marco, frente a mejores expectativas para la actual temporada de deshielos con respecto al periodo anterior y un escenario de lluvias que, si bien es seco, fue aún más seco hace un año, esperamos que los resultados de Colbún se potencien en la entrega del cuarto trimestre 2017.

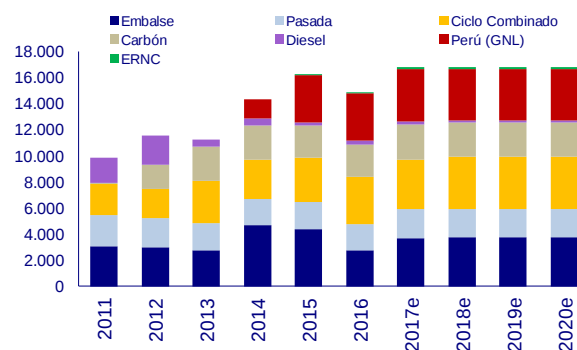
**GRÁFICO 5: PRECIPITACIONES ACUMULADAS
(Al 31 de diciembre de 2017)***



Fuente: Dirección Meteorológica de Chile y Depto. Estudios Security

* Por ejemplo, en Chillán llovió un 82% de la precipitación total de un año normal.

**GRÁFICO 6: ESTIMACIONES MIX DE GENERACIÓN
COLBÚN (GWh)**



Fuente: Press Release y Departamento de Estudios Security

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 6), lo que nos posiciona en un escenario conservador respecto a las proyecciones de generación hídrica de Colbún.

Incorporación de Nueva Capacidad

En su reunión con inversionistas realizada a fines de 2017, la compañía señaló que cuenta con una parrilla de proyectos de generación en Chile por unos 1.200 MW (con más de 5.000 GWh estimados de producción) que se encuentran disponibles para su desarrollo, y que se suman a obras de transmisión ligadas a ampliaciones o cumplimientos de normativas que totalizarían unos US\$64,5 millones. En particular, destacan el proyecto eólico Horizonte (607 MW), que se emplazaría en Tal Tal, las centrales de pasada Guaquivilo Melado (316 MW) en el Maule, y San Pedro (170 MW) en Los Lagos, y la optimización de la unidad I de Nehuenco, entre otros. Sin embargo, ninguno se encuentra en alguna fase preliminar, por lo que no están considerados en nuestro modelo de valorización.

Además, la empresa resaltó su interés de expandirse en la región, complementando la compra de Fénix Power (565 MW a gas) realizada en Perú a fines de 2015. Su foco se concentra en Colombia, Perú y Argentina, donde ya ha participado en varios procesos de M&A, manifestando su preferencia por activos en operación (aunque también está abierto a analizar proyectos *greenfield*), con la participación conjunta de socios locales, pero manteniendo el control.

En el ámbito de las ERNC, en 2016 Colbún adquirió parte de los activos de SunEdison en el marco de su proceso de quiebra. El acuerdo involucró dos proyectos fotovoltaicos ubicados en el SIC, Olmué y Santa Sofía, por 202 MW, y sus respectivos contratos de suministro de energía de largo plazo, que totalizan 350 GWh al año por 15 años. Así mismo, el proyecto eólico Horizonte, que se enmarcó en una licitación realizada por el Ministerio de Bienes Nacionales donde se ofrecen terrenos fiscales bajo una concesión por 30 años, constituiría el más grande de su tipo en Latinoamérica en caso de ser ejecutado.

De la mano de estas posibilidades de crecimiento, **se debe resaltar que la generadora cuenta con un holgado perfil financiero, y que ha planteado que el tamaño de cualquier operación a realizar estará sujeto a mantener su grado de inversión de acuerdo a agencias internacionales.** Al cierre del 3T17, Colbún mantenía una caja por casi US\$780 millones, un ratio Deuda Neta/Ebitda de 1,4x y un *leverage* de 0,45x (medido como pasivos financieros sobre patrimonio).

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 (septiembre 2017) y, en el caso de la deuda financiera, se efectúa un ajuste por la porción de deuda de largo plazo expresada en dólares (80%), considerando las expectativas de evolución del peso chileno frente a esta moneda.
- En materia tributaria, se asumió que la tasa de impuestos alcanza un 27% en 2018, en línea con la última reforma tributaria.
- 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 a medida que éstos venzan, complementando sus requerimientos de energía en el mercado spot.
- 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\$55 el barril en 2018 y US\$52 en barril en 2019. Respecto al carbón, estimamos un alza de 20% este año, para posteriormente caer un 10% en total en los siguientes dos años. El precio del GNL (*henry hub*) en el largo plazo 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 dólares asciende a 3%.
- 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 COLBÚN EN DÓLARES

Datos WACC	
Tasa Libre de Riesgo	4,2%
Premio Riesgo	5,7%
Tasa Mercado	9,9%
Beta	0,9
Deuda Financiera Sobre Activos	30%
Patrimonio Sobre Activos	70%
Costo de la Deuda	4,4%
Costo del Patrimonio	9,4%
WACC Nominal en Dólares	7,5%

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
Nicolás Libuy I.	Analista de Inversiones	nicolas.libuy@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: Inv_Security