

# Sector Eléctrico: Cambios regulatorios y acuerdo de descarbonización ya estarían internalizados en el sector

## Resumen

Durante 2019, el sector eléctrico fue uno de los principales soportes en los resultados locales, mermados por una menor actividad, pese a condiciones más secas a lo largo del país que provocó una caída en generación hidro (-11% a/a) y el comienzo del acuerdo de descarbonización que causó el cierre de centrales por 250 MW. Esto se vio apoyado por una caída en los precios de los combustibles, una disminución importante del costo marginal del sistema que promedió entre US\$45-55/MWh y la incorporación de nueva capacidad instalada eficiente.

Para este año vemos un escenario marcado por, (i) el mecanismo de estabilización que fuerza el precio máximo que las compañías distribuidoras pueden cobrar a los clientes y que finalmente las generadoras asumen los costos, (ii) una nueva Ley Corta de Distribución, que modifica el ROA de 10% antes de impuestos a un ROA en el rango de 6% a 8% después de impuestos y (iii) una condición hidro que permanecería seca y que no da señales de revertirse. Sin embargo, vemos una demanda que permanece estable, pese a expectativas de menor crecimiento local, y un retorno de filiales extranjeras que ha venido al alza.

En relación al mecanismo de estabilización, creemos que el monto acumulado máximo para todos los agentes del sistema podría ser alcanzado antes del año estimado por el Gobierno (2023). Así, prevemos necesarias nuevas licitaciones de contratos del segmento regulado que impliquen una baja efectiva en los precios de largo plazo de la energía, de la mano de incorporación de nuevas centrales de energía renovable.

Si bien el sector presenta desafíos en el corto plazo, creemos que sus empresas están castigadas por los cambios regulatorios del año pasado que reflejan escenarios más negativos en comparación a nuestras valorizaciones. **Por esto, vemos oportunidades en Colbún (P.O. \$145) y Engie (P.O. \$1.470), y le asignamos una recomendación neutral a Enel Generación (P.O. \$380), Enel Chile (P.O. \$85), Enel Américas (P.O. \$180) y AES Gener (P.O. \$166).**

**Paulina Feliú Q.**  
Analista Sector Eléctrico  
paulina.feliu@security.cl

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

## Cuadro 1: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	B/L Forward	Dividend Yield '19
AES Gener	Neutral	166	5,1	0,6	12,4%
Colbún	Sobreponderar	145	9,6	0,7	14,9%
Enel Américas	Neutral	180	14,4	1,3	4,8%
Enel Generación Chile	Neutral	380	9,7	1,3	5,4%
Enel Chile	Neutral	85	15,0	1,3	4,7%
Engie Energía Chile	Sobreponderar	1.470	9,0	0,7	2,7%

## Apalancamiento de la compañía podría condicionar inversiones en el largo plazo

AES Gener se ha visto beneficiada estos últimos años por condiciones hídricas más secas que obligan al sistema a depender de las centrales térmicas. Sin embargo, con el plan de descarbonización la empresa debe reemplazar 2.230 MW de capacidad instalada a carbón (80% de su total actual en Chile), para cumplir con sus contratos de venta de energía. En este escenario, la compañía debería desarrollar proyectos de ERNC, lo que estaría condicionado a su situación financiera. A la fecha, AES Gener maneja proyectos de ERNC en Chile por 315 MW y por 225 MW en Colombia. Además, en el 4T19 concretó la compra de Los Cururos, parque eólico de 110 MW de capacidad, y se espera que Alto Maipo (531 MW) inicie su operación en el año 2021.

Hoy su estrategia se ha enfocado en la renovación de contratos que le ayudarían a concretar la construcción de nuevas centrales de ERNC al respaldar con ellos las inversiones. Además, hay que considerar que este año la compañía fue notificada de la suspensión de contrato por parte de BHP Billiton. Igualmente, sus vencimientos se sentirán a partir del año 2025, lo que vendría acompañado de una baja en los precios adecuándose a las nuevas perspectivas de largo plazo.

En cuanto a los mercados de Colombia y Argentina (29% y 6% del Ebitda 2019e respectivamente), vemos buenas perspectivas a los proyectos que se llevaría a cabo en el país caribeño y estamos atentos a algún anuncio por parte del nuevo gobierno de Alberto Fernández, los que podrían estar dirigidos a la generación eléctrica.

Dado lo anterior, creemos que la empresa está a su valor justo. Si bien es capaz de mantener buenos márgenes en el corto plazo, al reemplazar las centrales a carbón deberá (i) intensificar su inversión lo que podría venir de la mano con nueva deuda y (ii) se verían resentidos sus márgenes por un descenso en sus precios de ventas.

### Riesgos

- ↓ Mayor incremento de la deuda para financiar proyectos
- ↓ Menor recuperación de las cuentas por cobrar por el mecanismo de estabilización
- ↓ Aceleración del plan de descarbonización
- ↓ Demoras en el inicio de operaciones en proyectos relevantes
- ↑ El cierre de nuevos contratos de energía a largo plazo
- ↑ Escenario hídrico desfavorable para los competidores

## AES Gener

**Recomendación:** Neutral

**Precio Objetivo:** \$166

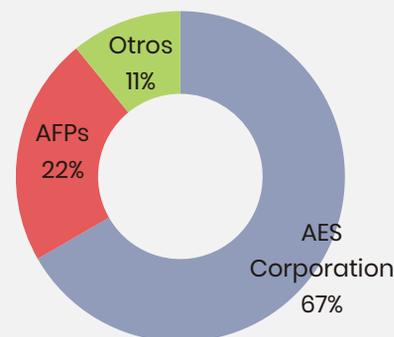
### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	AESGENER
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	166
Precio Actual (\$)	144
Precio Min/Max 12M (\$)	142 / 208
Market Cap (MMUS\$)	1.557
Volumen Promedio (MMS)*	1.729
Nº Acciones (millones)	8.400,3
Free Float	33%
Peso IPSA	1,1%
Dividend Yield '19	12,4%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2018

**AESGENER** | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$144 | P. Objetivo: \$166

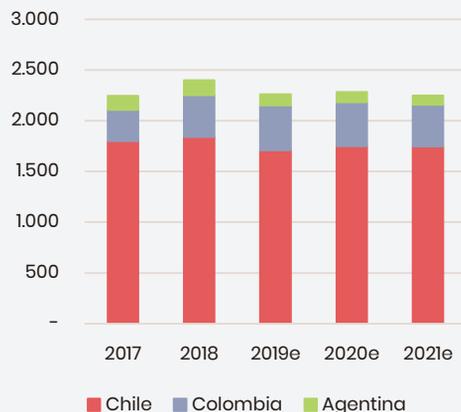
### Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	2.436,7	2.647,4	2.453,1	2.463,3	3.190,8
Variación (%)	6,6	8,6	-7,3	0,4	29,5
Resultado Operacional	507,2	613,1	573,7	592,4	1.329,0
Variación (%)	-2,9	20,9	-6,4	3,3	124,4
Margen Operacional (%)	20,8	23,2	23,4	24,0	41,7
EBITDA	788,7	880,4	840,2	866,5	1.610,0
Variación (%)	2,1	11,6	-4,6	3,1	85,8
Margen EBITDA (%)	32,4	33,3	34,2	35,2	50,5
Utilidad Neta	184,5	287,0	299,3	316,8	843,2
Variación (%)	-29,3	55,5	4,3	5,8	166,1
Margen Neto (%)	32,4	33,3	34,2	35,2	50,5

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda / Activos (%)	44,4	45,5	48,5	50,2	45,3
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	4,5	7,6	6,5	6,1	11,2
Liquidez Corriente (x)	0,9	1,1	0,9	0,9	1,2
Deuda Neta / Ebitda (x)	4,5	3,7	4,5	4,8	2,5
Deuda Financiera (MM US\$)	3.834,0	3.584,4	3.934,4	4.234,4	4.134,4

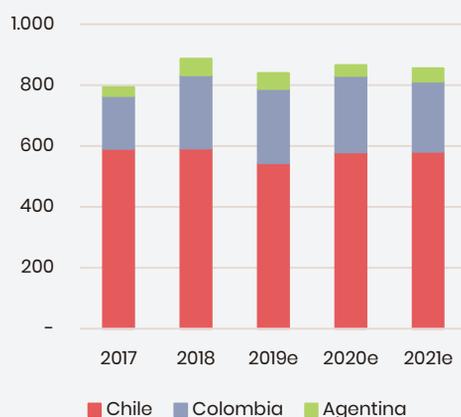
VALORIZACIONES					
	2017	2018	2019	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	204,7	192,9	163,0	-	-
Precio Utilidad (x)	14,4	8,8	6,5	5,1	2,0
EV / Ebitda (x)	8,0	6,7	7,0	6,8	3,6
Bolsa Libro (x)	1,0	1,0	0,7	0,6	0,5
Precio Ventas (x)	1,1	1,0	0,8	0,7	0,5
ROA (%)	2,1	3,6	3,7	3,8	9,2
ROE (%)	7,1	10,9	11,4	11,9	26,4

### Ingresos por Operación (MMUS\$)



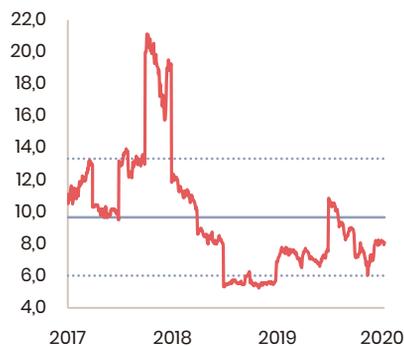
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

### Ebitda por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

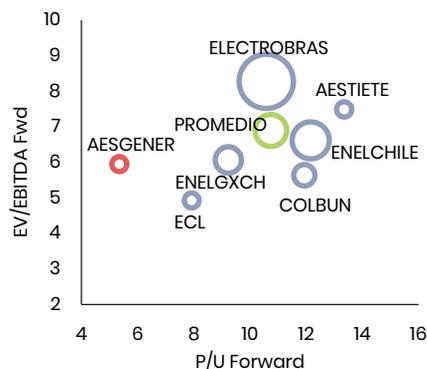
### P/U Trailing



### EV/Ebitda Trailing



### Comparables



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

## Con espacio para crecer en ERNC

Colbún en los últimos años ha mantenido estables sus márgenes, a pesar de condiciones hídricas desfavorables y la caída en los precios de la energía. Para el 2020 esperamos una recuperación en la generación en Chile, principalmente gracias a una pequeña mejora en las condiciones hídricas y una generación normalizada en su central Santa María. En Perú, la generación de Fénix Power estaría condicionada en los primeros meses por la mantención de la central y volvería a la normalidad a fines del T20.

La estrategia de la compañía de enfocarse en los clientes libres, la posiciona como una de las menos afectadas por el mecanismo de estabilización de tarifas eléctricas. De acuerdo con nuestras estimaciones de precio de contratos de largo plazo, el monto involucrado en el mecanismo implicaría casi un 7% de su valorización. En cuanto al mix de clientes, actualmente Colbún tiene más del 50% de sus clientes en el segmento libre y esperamos que con la entrada en vigencia del contrato de BHP (hasta 3 TWh desde 2022) aumente a más del 65%. Los vencimientos más importantes se concretan en el año 2032.

En nuestro escenario base, incorporamos la desconexión de la única central carbonera que tienen, Santa María (350 MW), para el año 2035 acorde con un plan intensivo de descarbonización del sector. En contraparte, vemos espacio para que sean más intensivos en inversiones de ERNC, más allá de las anunciadas (Solar Diego de Almagro 210MW y Eólica Horizonte 607 MW), dada su holgura financiera.

Para los próximos 5 años vemos un Ebitda consolidado estable, con un margen sobre ingresos en el rango entre 45% - 50%. En el caso de Chile, el Ebitda para el 2020e sería un 5% mayor al del 2019e y en el caso de Perú, el Ebitda estimado para el 2020 aumentaría a doble dígito con respecto al estimado del año pasado. Dado todo lo anterior, le asignamos una recomendación de sobreponderar.

### Riesgos

- ↑ Anuncio de mayor inversión en ERNC o M&A en la región
- ↓ Peores condiciones hidrológicas de lo esperado
- ↓ Menor recuperación de las cuentas por cobrar producto del mecanismo de estabilización
- ↓ Problemas para cerrar o renovar contratos de energía a largo plazo

## Colbún

**Recomendación:** Sobreponderar

**Precio Objetivo:** \$145

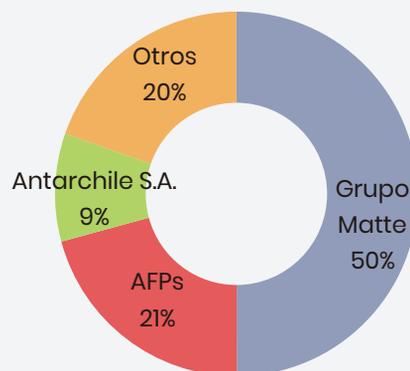
### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	COLBUN
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	145
Precio Actual (\$)	117
Precio Min/Max 12M (\$)	108 / 156
Market Cap (MMUS\$)	2.639
Volumen Promedio (MMS)*	2.108
Nº Acciones (millones)	17.536,2
Free Float	50%
Peso IPSA	2,3%
Dividend Yield '19	14,9%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2018

**COLBUN** | Sector: Eléctrico | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$117 | P. Objetivo: \$145

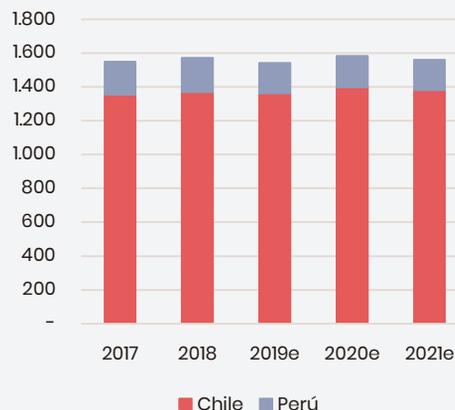
### Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	1.400	1.571	1.542	1.583	1.561
Variación (%)	8,2	12,2	-1,9	2,7	-1,4
Resultado Operacional	320	447	438	481	507
Variación (%)	38,2	39,5	-2,1	10,0	5,4
Margen Operacional (%)	22,9	28,5	28,4	30,4	32,5
EBITDA	544	684	688	725	754
Variación (%)	18,4	25,8	0,5	5,4	4,0
Margen EBITDA (%)	38,9	43,5	44,6	45,8	48,3
Utilidad Neta	123	240	252	286	305
Variación (%)	106,3	95,8	5,0	13,2	6,8
Margen Neto (%)	8,8	15,3	16,4	18,0	19,5

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda / Activos (%)	24,0	23,7	24,4	24,1	24,1
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	6,4	8,2	7,5	7,9	8,3
Liquidez Corriente (x)	3,2	3,3	4,0	4,5	3,7
Deuda Neta / Ebitda (x)	2,6	2,0	1,3	1,1	1,6
Deuda Financiera (MM US\$)	1.659,5	1.603,3	1.603,3	1.603,3	1.603,3

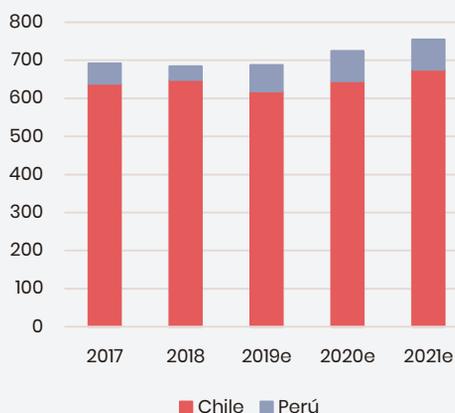
VALORIZACIONES					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	141,5	130,3	120,0	-	-
Precio Utilidad (x)	31,1	14,8	11,9	9,6	9,2
EV / Ebitda (x)	10,5	7,8	7,0	6,3	6,1
Bolsa Libro (x)	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
Precio Ventas (x)	2,7	2,3	1,9	1,7	1,8
ROA (%)	1,8	3,5	3,8	4,3	4,6
ROE (%)	3,1	6,2	6,7	7,5	8,0

### Ingresos por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

### Ebitda por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

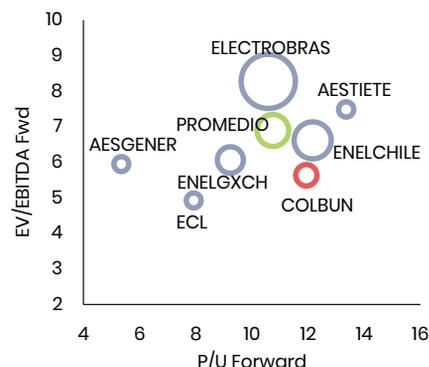
### P/U Trailing



### EV/Ebitda Trailing



### Comparables



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

## Focos de crecimiento ya implícitos en valorización

Luego de finalizar el aumento de capital por US\$3.000 millones en septiembre pasado, el desempeño de la acción respondió a los positivos resultados de 2019 y a su diversificación regional, ajena a la incertidumbre local, capturando una buena porción de las expectativas de crecimiento que esperamos para la compañía.

Parte importante de estas positivas perspectivas se vinculan a las inversiones de los últimos años, concentradas en Brasil, lo que continuaría en los próximos ejercicios. De acuerdo a su plan estratégico 2020-2022, la firma espera desembolsar un Capex de US\$5,3 billones en dicho período, donde destacan Brasil y Colombia (el país con mejores márgenes), con estimaciones de Ebitda consolidado de US\$5,5 billones hacia 2022, una expansión de 40% respecto a lo que cerraría en 2019. Esto no incluye la posibilidad de M&A en la región, en particular el propio Brasil, lo que podría financiar con deuda, tras quedar con ratios financieros bastante holgados al cancelar la deuda asociada a la compra de Electropaulo con su reciente emisión de acciones.

De hecho, esto podría resultar en un tema relevante, considerando la favorable evolución de resultados de sus recientes adquisiciones (Goias y Sao Paulo), que han respondido a perspectivas que se mostraban bastante desafiantes, gracias a eficiencias, mejor calidad de servicio y una recuperación en sus ventas físicas.

A nivel regulatorio, no presentaría revisiones tarifarias hasta 2022, donde esperamos reducciones en las tasas de retorno en Brasil y Colombia, lo que recuperaría en los años posteriores.

Respecto a su operación en Argentina, mantenemos las mejoras regulatorias incorporadas en el gobierno de Macri, pero no esperamos nuevas revisiones tarifarias, pero sí algún anuncio a nivel de generación. Con ello, su filial de distribución reportaría resultados operacionales marginalmente positivos, con una mirada algo más optimista en generación.

### Riesgos

- ↕ Ajustes tarifarios que difieran de lo incorporado en el modelo
- ↑ Condiciones hidrológicas más lluviosas y precios spot más bajos respecto a nuestro escenario base
- ↑ El anuncio de alguna inversión relevante o de M&A en la región
- ↓ Complicaciones en términos de demanda, manejo de pérdidas de energía y/o calidad de servicio
- ↓ Alza en precios de combustibles

## Enel Américas

**Recomendación:** Neutral

**Precio Objetivo:** \$180

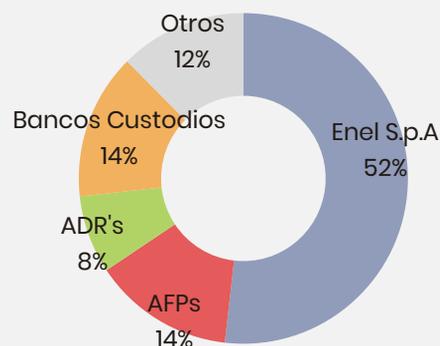
### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELAM
Riesgo	Medio
Conversión ADR	50
Precio Objetivo (\$/US\$)	180 / 12,0
Precio Actual (\$)	157 / 10,1
Precio Min/Max 12M (\$)	105 / 173,0
Market Cap (MMUS\$)	15.390
Volumen Diario (MMS)*	16.707
Nº Acciones (millones)	76.086,3
Free Float	48%
Peso IPSA	15,2%
Dividend Yield '19	4,8%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2018

**ENELAM** | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$157 | P. Objetivo: \$180

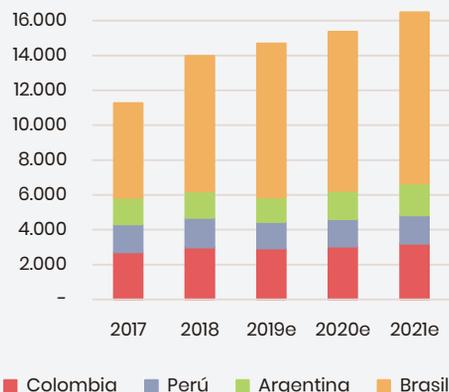
### Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	10.438	13.184	14.122	14.453	15.532
Variación (%)	35,8	26,3	7,1	2,3	7,5
Resultado Operacional	2.219	2.435	2.866	2.845	3.195
Variación (%)	23,3	9,7	17,7	-0,7	12,3
Margen Operacional (%)	21,3	18,5	20,3	19,7	20,6
EBITDA	2.947	3.358	3.953	3.946	4.336
Variación (%)	21,3	13,9	17,7	-0,2	9,9
Margen EBITDA (%)	28,2	25,5	28,0	27,3	27,9
Utilidad Neta	709	1.201	1.141	1.115	1.247
Variación (%)	25,2	69,4	-5,0	-2,3	11,9
Margen Neto (%)	6,8	9,1	8,1	7,7	8,0

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda / Activos (%)	25,0	22,9	24,2	25,5	27,0
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	3,4	3,1	5,4	4,9	4,7
Liquidez Corriente (x)	0,9	0,7	0,7	0,8	0,7
Deuda Neta / Ebitda (x)	1,2	1,3	1,6	1,8	1,9
Deuda Financiera (MM US\$)	5.039,3	6.270,0	6.770,0	7.470,0	8.470,0

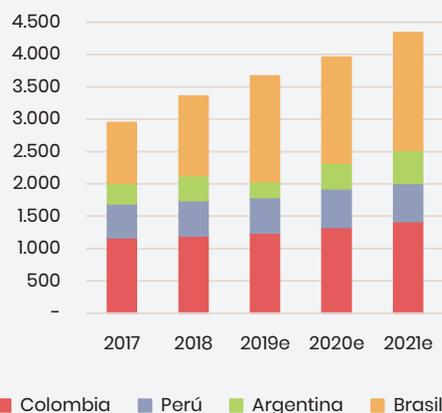
VALORIZACIONES					
	2017	2018	2019	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	136,4	122,5	167,0	-	-
Precio Utilidad (x)	17,3	12,1	15,8	14,4	13,1
EV / Ebitda (x)	6,5	6,8	6,8	6,5	6,2
Bolsa Libro (x)	1,5	1,6	1,5	1,3	1,3
Precio Ventas (x)	1,2	1,1	1,3	1,1	1,0
ROA (%)	3,5	4,4	4,1	3,8	4,0
ROE (%)	8,6	13,6	9,5	8,9	9,7

### Ingresos por Operación (MMUS\$)



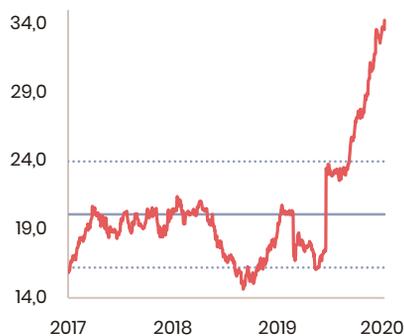
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

### Ebitda por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

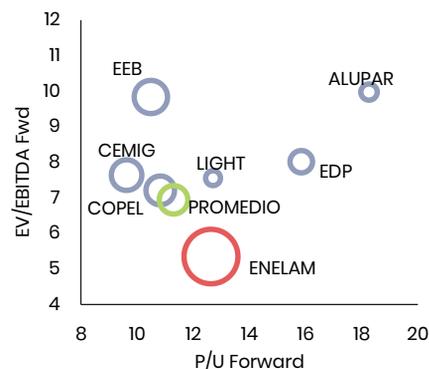
### P/U Trailing



### EV/Ebitda Trailing



### Comparables



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

## Generación a gas natural respalda descarbonización

Enel Generación en los últimos años ha mostrado un margen Ebitda estable cercano a 35%, los que mantendría en el corto plazo pese a las presiones a la baja en los precios de la energía, pues sería compensado por una caída en los costos de combustibles y una matriz mayoritariamente hídrica, 55% del total.

En relación con el plan de descarbonización, la compañía desconectó su central Tarapacá (182 MW) en 2019, quedando pendientes por cerrar Bocamina I (128 MW) y Bocamina II (350 MW), lo que esperamos para los años 2023 y 2033, respectivamente. La capacidad instalada a gas, en especial San Isidro (778 MW), será clave para mantener la generación luego del cierre de sus centrales a carbón y ante un posible descenso en la generación hidro si se intensifica la sequía de los últimos años. En ese sentido, no vemos nuevas inversiones por parte de la compañía, excepto la central hidro Los Córdoros (150 MW) operativa a partir del año 2021.

En nuestro escenario base, el mecanismo de estabilización recientemente anunciado por el gobierno no afecta de sobre manera a Enel Generación, pues a pesar de que más del 50% de sus clientes son del segmento regulado, los precios de adjudicación de las últimas licitaciones son menores que los de sus comparables. En cuanto a su perfil de vencimientos de contratos, estos comienzan a concretarse con más fuerza a partir del año 2025.

Por último, creemos que ante la entrada de las nuevas ERNC al sistema, con su capacidad instalada subutilizada a gas natural, Enel Generación puede actuar como respaldo en caso de ser necesitada por el sistema.

### Riesgos

- ↑ Mejores condiciones hídricas que las planteadas en el escenario base
- ↑ Disminución de generación hidro y/o a carbón lo puede compensar con gas natural
- ↓ Demora en la entrada en operación de Los Córdoros
- ↓ Menor recuperación del déficit por el mecanismo de estabilización

## Enel Generación Chile

**Recomendación:** Neutral

**Precio Objetivo:** \$380

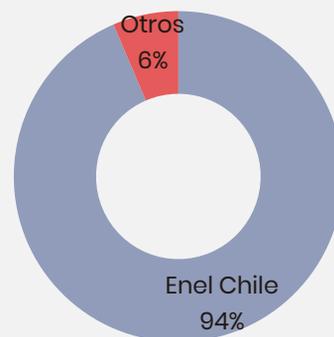
### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELGXCH
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	30
Precio Objetivo (\$/US\$)	380 / 15,2
Precio Actual (\$)	360 / 14,0
Precio Min/Max 12M (\$)	300 / 463
Market Cap (MMUS\$)	3.793
Volumen Diario (MMS)*	333
Nº Acciones (millones)	8.201,8
Free Float	6%
Peso IPSA	0,0%
Dividend Yield '19	5,4%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2018

**ENELGXCH** | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$360 | P. Objetivo: \$380

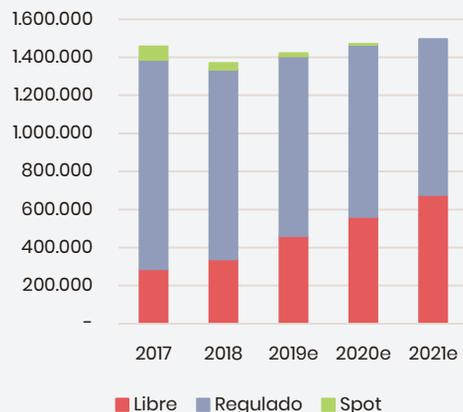
### Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
MM\$	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	1.634.938	1.521.054	1.660.923	1.574.258	1.553.282
Variación (%)	-15	-7,0	1,2	2,2	-1,3
Resultado Operacional	463.860	464.383	319.028	474.874	536.674
Variación (%)	7,5	0,1	-31,3	48,9	13,0
Margen Operacional (%)	28,4	30,5	20,7	30,2	34,6
EBITDA	581.143	582.250	705.716	592.208	647.189
Variación (%)	-2,3	0,2	21,2	-16,1	9,3
Margen EBITDA (%)	35,5	38,3	45,8	37,6	41,7
Utilidad Neta	418.455	309.029	228.090	303.816	346.790
Variación (%)	-11,4	-26,2	-26,2	33,2	14,1
Margen Neto (%)	25,6	20,3	14,8	19,3	22,3

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda / Activos (%)	22,5	25,2	24,9	23,8	23,3
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	11,4	12,1	13,9	11,5	12,3
Liquidez Corriente (x)	1,2	1,1	1,5	1,7	2,1
Deuda Neta / Ebitda (x)	1,0	1,3	1,1	1,2	0,9
Deuda Financiera (MM\$)	800.793	925.164	925.164	925.164	925.164

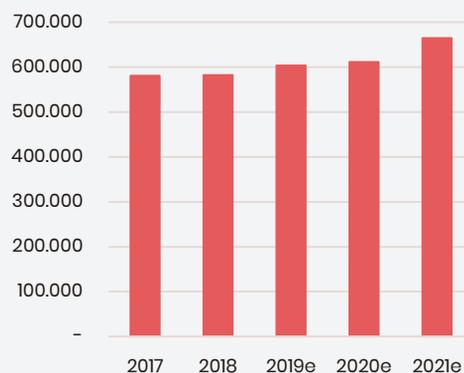
VALORIZACIONES					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	552,1	417,8	373,9	-	-
Precio Utilidad (x)	10,8	11,1	13,4	9,7	8,5
EV / Ebitda (x)	9,2	7,5	5,7	6,6	6,0
Bolsa Libro (x)	2,3	1,7	1,5	1,3	1,3
Precio Ventas (x)	2,8	2,3	2,0	1,9	1,9
ROA (%)	11,8	8,4	6,1	7,8	8,7
ROE (%)	21,0	15,5	11,2	13,9	14,9

### Ingresos por Operación (MM\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

### Ebitda por Operación (MM\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

### P/U Trailing

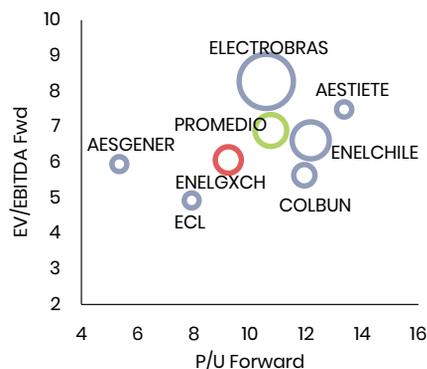


### EV/Ebitda Trailing



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

### Comparables



## Buenos márgenes compensan recientes cambios regulatorios

Por el lado de generación eléctrica, la empresa tiene nuevos proyectos de ERNC a través de Enel Green Power, los que suman más de 1.000 MW de capacidad instalada que ayudarían a mejorar los márgenes de la compañía dada la menor estructura de costos de este tipo de centrales. Enel Generación sería un aporte indispensable para mantener la capacidad de generación de Enel Chile, por su matriz mayoritariamente hídrica (más de 50% del total) y su capacidad en base a gas que puede ser utilizada como respaldo para las nuevas ERNC.

En cuanto a distribución, la compañía tiene una concesión con alta densidad poblacional como lo es la Región Metropolitana, además suele mostrar resultados estables y pocas pérdidas de energía. Con la aprobación de la Ley Corta de Distribución se rebajaría el retorno regulatorio sobre activos (ROA) de 10% antes de impuestos a un rango entre 6 y 8% después de impuestos. Enel Distribución actualmente tiene un ROA después de impuestos que está dentro del rango regulatorio, por lo que su margen Ebitda se vería levemente afectado en un par de puntos porcentuales con esta nueva Ley.

Para los próximos años, el aumento de capacidad instalada en generación implicaría una inversión de más de US\$ 1.500 millones. Para el segmento de distribución, el Capex anunciado por la empresa para los años 2020-2022 sería de US\$440 millones. Finalmente, para su nuevo segmento (Enel X) esperan un Capex de US\$ 34 millones acompañado con un crecimiento de casi un 50% en el Ebitda, llegando a niveles de US\$ 42 millones.

### Riesgos

- ↑ Nuevos proyectos de Enel Green Power en ERNC
- ↓ Un escenario hidrológico menos lluvioso respecto al modelo
- ↓ ROA cercano a los niveles más bajos del rango entre 6% y 8% de la Ley Corta de Distribución
- ↓ Cortes de energía no programados por eventos naturales

## Enel Chile

**Recomendación:** Neutral

**Precio Objetivo:** \$85

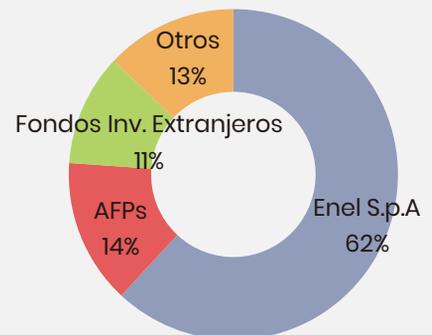
### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELCHILE
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	50
Precio Objetivo (\$/US\$)	85 / 5,7
Precio Actual (\$)	75 / 4,9
Precio Min/Max 12M (\$)	57 / 78
Market Cap (MMUS\$)	6.690
Volumen Diario (MMS)*	7.301
Nº Acciones (millones)	69.166,6
Free Float	38%
Peso IPSA	5,0%
Dividend Yield '19	4,7%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2018

**Estado de Resultados**

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	2.522.978	2.457.161	2.755.659	2.674.555	2.709.095
Variación (%)	-0,7	-2,6	12,1	-2,9	1,3
Resultado Operacional	578.630	670.605	553.081	645.569	693.520
Variación (%)	1,9	15,9	-17,5	16,7	7,4
Margen Operacional (%)	22,9	27,3	20,1	24,1	25,6
EBITDA	739.252	891.355	1.071.135	899.841	964.847
Variación (%)	-3,4	20,6	20,2	-16,0	7,2
Margen EBITDA (%)	29,3	36,3	38,9	33,6	35,6
Utilidad Neta	349.382	361.711	330.360	347.422	382.190
Variación (%)	-3,4	20,6	20,2	-16,0	7,2
Margen Neto (%)	29,3	36,3	38,9	33,6	35,6

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda / Activos (%)	14,1	28,3	27,1	26,5	26,0
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	13,8	7,3	7,4	6,2	6,7
Liquidez Corriente (x)	1,3	0,8	1,4	1,4	1,4
Deuda Neta / Ebitda (x)	0,5	2,1	1,6	2,0	1,9
Deuda Financiera (MM \$)	800.793	2.116.499	2.095.834	2.095.834	2.095.834

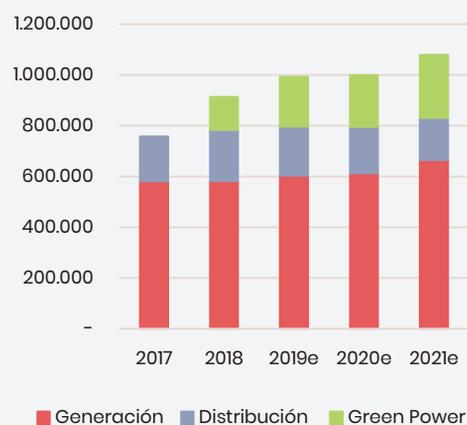
VALORIZACIONES					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	72	67	71	-	-
Precio Utilidad (x)	10,1	12,8	14,8	15,0	13,6
EV / Ebitda (x)	7,0	7,9	6,7	8,4	7,9
Bolsa Libro (x)	0,9	1,3	1,3	1,3	1,2
Precio Ventas (x)	1,4	1,9	1,8	1,9	1,9
ROA (%)	6,1	4,8	4,3	4,4	4,7
ROE (%)	9,2	9,8	8,5	8,4	8,9

**Ingresos por Operación (MM\$)**



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

**Ebitda por Operación (MM\$)**



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

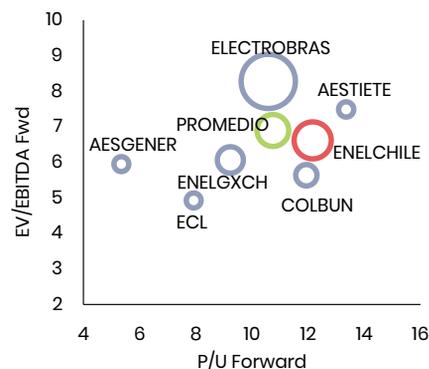
**P/U Trailing**



**EV/Ebitda Trailing**



**Comparables**



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

## Con espacio para renovar matriz con márgenes favorables

La adjudicación de la licitación del 2014 a un precio cercano a los 120 US\$/GWh, terminó siendo una gran fortaleza para la compañía porque significó una mejora estructural en los márgenes por un periodo prolongado. Si bien el mecanismo de estabilización la deja más expuesta, esto sólo sería en caso de que el reembolso de todo el monto involucrado no se haga efectivo.

Para el 2020, esperamos una mejora en los márgenes de la compañía por un funcionamiento de un año completo de su nueva central IEM (375 MW), la disminución en los precios de los combustibles y la entrada del resto del contrato SIC en el 2019. Además, en su perfil de vencimientos de contratos, éstos se concentran a partir del año 2023.

En términos de generación, esperamos que con IEM a pleno funcionamiento y los nuevos proyectos de ERNC (1.024 MW) ayuden a mantener una generación estable pese a futuros cierres de centrales carboneras, los que estimamos en 2025 para CTM1, CTM2, U14 y U15 (166 MW, 175 MW, 136 MW y 132 MW respectivamente), en 2035 para CTH y CTA (170 MW y 177 MW respectivamente) y en el año 2040 para IEM. Pero incluso con estas nuevas centrales, vemos una necesidad de aumentar y acelerar las inversiones en más de 1.000 MW para compensar las desconexiones del acuerdo de descarbonización (67% del total de su capacidad instalada es en base a carbón). Sin embargo, su situación financiera saludable permitiría su financiamiento sin necesidad de adquirir nueva deuda.

En este sentido, creemos que la acción tiene incorporados escenarios más negativos de los cambios regulatorios y vemos un *upside* aproximado de 20% para el valor del papel.

### Riesgos

- ↓ Que la empresa deba asumir los costos del mecanismo de estabilización
- ↑ Inversión en capacidad instalada de ERNC o M&A
- ↓ Aceleración del acuerdo de descarbonización

## Engie Energía Chile

**Recomendación:** Sobreponderar

**Precio Objetivo:** \$1.470

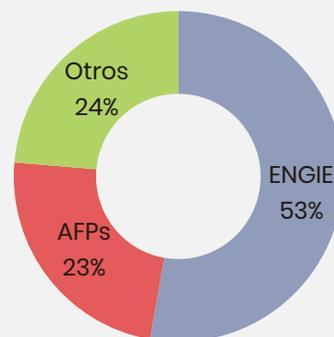
### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ECL
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	1.470
Precio Actual (\$)	1.135
Precio Min/Max 12M (\$)	963 / 1.370
Market Cap (MMUS\$)	1.538
Volumen Promedio (MMS)*	1.729
Nº Acciones (millones)	1.053,3
Free Float	47%
Peso IPSA	1,4%
Dividend Yield '19	2,7%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2018

**ECL** | Sector: Eléctrico | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$1.135 | P. Objetivo: \$1.470

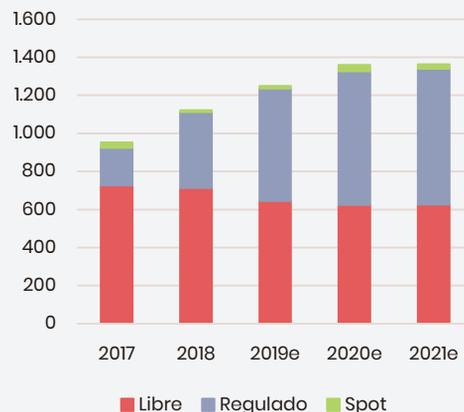
### Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	1,054,1	1,275,3	1,469,6	1,534,4	1,541,0
Variación (%)	9,0	21,0	15,2	4,4	0,4
Resultado Operacional	139,0	238,0	418,7	290,9	334,0
Variación (%)	-4,3	71,2	75,9	-30,5	14,8
Margen Operacional (%)	13,2	18,7	28,5	19,0	21,7
EBITDA	276,2	375,7	576,2	519,8	547,7
Variación (%)	-3,0	36,0	53,4	-9,8	5,4
Margen EBITDA (%)	26,2	29,5	39,2	33,9	35,5
Utilidad Neta	101,6	991	135,4	177,3	208,6
Variación (%)	-60,2	-2,4	36,6	30,9	17,7
Margen Neto (%)	9,6	7,8	9,2	11,6	13,5

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda / Activos (%)	25,2	24,4	23,3	22,0	21,2
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	23,8	29,4	14,8	13,4	14,1
Liquidez Corriente (x)	1,1	1,4	1,9	2,0	2,6
Deuda Neta / Ebitda (x)	2,8	2,1	1,1	1,3	1,2
Deuda Financiera (MM US\$)	848,7	844,5	844,5	844,5	844,5

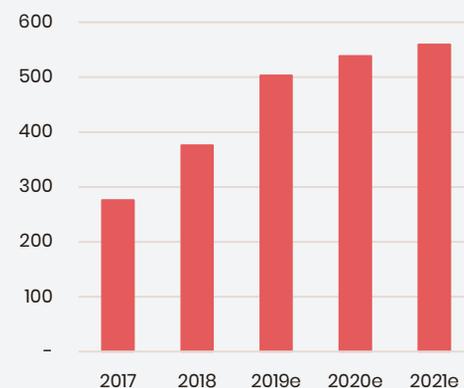
VALORIZACIONES					
	2017	2018	2019	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	1,322,1	1,268,5	1,145,0	-	-
Precio Utilidad (x)	22,3	19,4	11,8	9,0	8,0
EV / Ebitda (x)	11,3	7,4	4,0	4,6	4,4
Bolsa Libro (x)	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7
Precio Ventas (x)	2,1	1,5	1,1	1,0	1,1
ROA (%)	3,0	2,9	3,7	4,6	5,2
ROE (%)	5,1	4,8	6,1	7,5	8,3

### Ingresos por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

### Ebitda por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

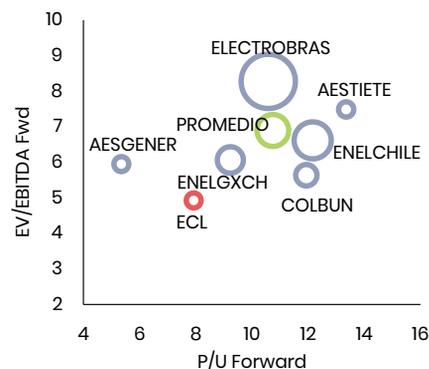
### P/U Trailing



### EV/Ebitda Trailing



### Comparables



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.  
[inversionessecurity.cl](http://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.