

Sector Eléctrico: Caída en combustibles contrarresta los efectos de emergencia sanitaria y la depreciación de las monedas

Resumen

Durante el presente año, el sector eléctrico ha sido uno de los principales soportes en los resultados locales, mermados por la crisis sanitaria y las restricciones de movilidad adoptadas por los distintos gobiernos de la región. Vemos que pese a condiciones más secas a lo largo del país y el comienzo del acuerdo de descarbonización que causó el cierre de centrales por 250 MW en 2019, los márgenes de las compañías se han mantenido en niveles estables, apoyados por la caída en los precios de los combustibles, una disminución importante del costo marginal promedio del sistema en el primer semestre del año (-US\$45/MWh) y la incorporación de nueva capacidad instalada eficiente.

Para la segunda mitad del año vemos un escenario marcado por: (i) una condición hidro que mejoraría con respecto al año pasado, pero que se mantendría bajo los niveles históricos, (ii) una contención de la crisis sanitaria y (iii) la reactivación económica ligada a la flexibilización de las cuarentenas en el país. Estimamos una caída en la demanda de clientes regulados no residenciales que es contrarrestada por mayores ventas físicas a clientes libre, apoyados por la actividad minera.

En la región, la depreciación de las monedas junto con una menor actividad económica, afectarían los resultados de Enel Américas en el corto y mediano plazo. Esperamos una recuperación paulatina en lo que queda de este año, llegando a niveles de Ebitda consolidado pre emergencia sanitaria para el año 2022. Lo anterior, vendría de la mano de una reactivación económica y una normalización en las monedas regionales.

Si bien el sector presenta desafíos en el corto plazo debido a la crisis sanitaria, creemos que sus empresas están castigadas por los cambios regulatorios del 2019 y las posibles reformas que se realicen en el segmento de distribución. **Por esto, vemos oportunidades en Engie (P.O. \$1.400) y Enel Américas (P.O. \$160), y le asignamos una recomendación neutral al resto de las compañías: Colbún (P.O. \$160), Enel Generación (P.O. \$370), Enel Chile (P.O. \$76) y AES Gener (P.O. \$157).**

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	EV/Ebitda Forward	Dividend Yield '20e
AES Gener	Neutral	\$157	3,0	5,3	6,5%
Colbún	Neutral	\$160	13,4	7,8	9,7%
Enel Américas	Sobreponderar	\$160	15,3	6,7	4,9%
Enel Generación Chile	Neutral	\$370	7,4	5,4	4,2%
Enel Chile	Neutral	\$76	13,4	7,5	3,6%
Engie Energía Chile	Sobreponderar	\$1.400	9,9	4,8	2,1%

Aumento de capital e intenso *pipeline* de proyectos seguirían presionando la deuda de la compañía

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 para mantener su nivel de venta de energía. En este escenario, la compañía maneja proyectos de ERNC en Chile por más de 1.000 MW y por más de 260 MW en Colombia. Además, se espera que Alto Maipo (531 MW) inicie su operación en el segundo semestre de 2021.

En las últimas semanas, se acordó el término anticipado de contratos con BHP, que significaría un ingreso extraordinario por US\$ 720 millones. Se espera que parte de este monto sea utilizado para pagar deuda de Angamos y el resto se utilice para financiar inversiones de la compañía. Esto permitió postergar el aumento de capital por US\$500 millones, para el primer semestre del próximo año. Ambos montos son claves para financiar el *pipeline* de inversión en ERNC, cuyo monto asciende a más de US\$2.000 millones.

En cuanto a los mercados de Colombia y Argentina (19% y 6% del Ebitda 2020e, respectivamente, sin ingreso no recurrente de BHP), esperamos que la generación de Chivor vuelva a la normalidad hacia el año 2022, luego del término de las obras en la represa. Además, vemos que gracias a los nuevos proyectos de ERNC, Colombia comenzará a tener más relevancia en el Ebitda de la compañía a medida que vayan saliendo del sistema las centrales a carbón en Chile. En Argentina, es necesario monitorear los anuncios del gobierno para sobrellevar la pandemia y el impacto de estos en las compañías del sector.

Dado lo anterior, estimamos que la empresa está a su valor justo. Si bien es capaz de mantener sus márgenes en el corto plazo, al reemplazar las centrales a carbón veremos: (i) grandes inversiones que podrían venir de la mano con nueva deuda, (ii) márgenes resentidos en Chile por un descenso en sus precios de ventas, y (iii) la importancia que toma en el tiempo el aporte de Colombia para mantener los márgenes.

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
- ↓ Presión bursátil por aumento de capital en curso

AES Gener

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$157

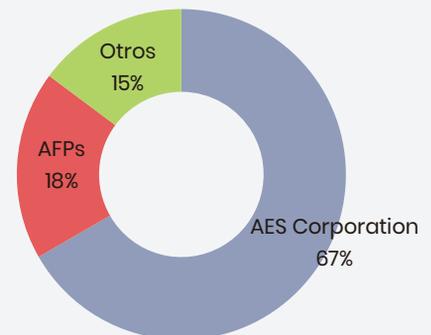
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	AESGENER
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	157
Precio Actual (\$)	124
Fecha Informe	28-ago-20
Precio Min/Max 12M (\$)	100 / 170
Market Cap (MMUS\$)	1.308
Volumen Promedio (MMS)*	12.741
Nº Acciones (millones)	8.375
Free Float	33%
Peso IPSA	1,1%
Dividend Yield '20e	6,5%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

AESGENER | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$124 | P. Objetivo: \$157

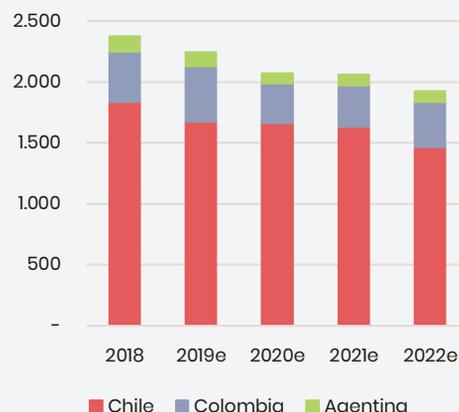
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	2.624,6	2.411,8	2.488,2	2.669,6	2.053,8
Variación (%)	7,7	-8,1	3,2	7,3	-23,1
Resultado Operacional	613,1	564,6	746,0	765,3	367,7
Variación (%)	20,9	-7,9	32,1	2,6	-52,0
Margen Operacional (%)	23,4	23,4	30,0	28,7	17,9
EBITDA	880,4	830,1	1.026,3	1.042,3	635,4
Variación (%)	11,6	-5,7	23,6	1,6	-39,0
Margen EBITDA (%)	33,5	34,4	41,2	39,0	30,9
Utilidad Neta	287,0	115,8	438,4	444,2	158,7
Variación (%)	55,5	-59,7	278,6	1,3	-64,3
Margen Neto (%)	33,5	34,4	41,2	39,0	30,9

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Deuda / Activos (%)	45,5	50,1	46,6	40,9	44,4
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	7,6	5,9	7,2	7,6	4,6
Liquidez Corriente (x)	1,1	1,2	0,9	1,8	1,2
Deuda Neta / Ebitda (x)	3,7	4,7	3,9	3,2	6,3
Deuda Financiera (MM US\$)	3.584,4	4.225,5	3.985,9	3.985,9	4.085,9

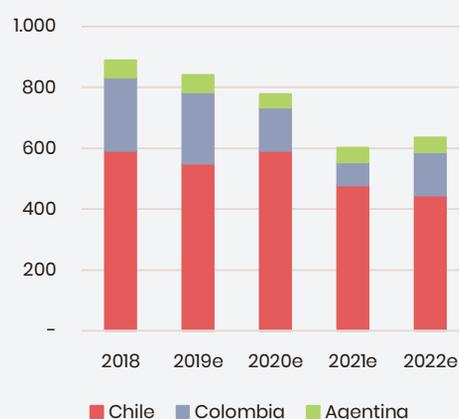
VALORIZACIONES					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	192,9	163,0	-	-	-
Precio Utilidad (x)	8,8	16,8	3,1	3,0	8,6
EV / Ebitda (x)	6,7	7,1	5,3	4,7	8,7
Bolsa Libro (x)	1,0	0,8	0,5	0,4	0,4
Precio Ventas (x)	1,0	0,8	0,5	0,5	0,7
ROA (%)	3,6	1,4	5,1	4,6	1,7
ROE (%)	10,9	4,7	15,9	11,7	4,5

Ingresos por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

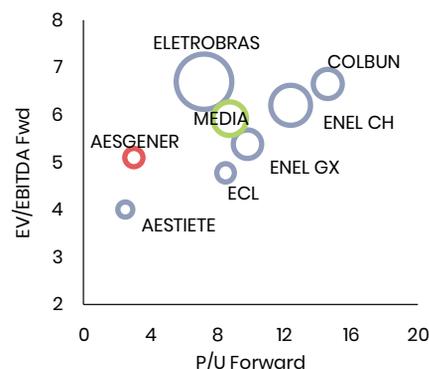


EV/Ebitda Trailing



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Comparables



Foco en clientes libres y con holgura financiera para nuevos proyectos de 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 segundo semestre del año esperamos una recuperación en la generación en Chile, por mejores condiciones hídricas y una operación normalizada en su central Santa María. En Perú, la generación de Fénix Power seguiría por debajo de los niveles previos a la pandemia, pero mejoraría en relación a la segunda mitad de 2019.

La estrategia de la compañía de enfocarse en clientes libres, la posiciona como una de las menos afectadas por el mecanismo de estabilización de tarifas eléctricas. De acuerdo con nuestras estimaciones, el monto del mecanismo implicaría cerca de un 4% de su valorización. En cuanto al *mix* de clientes, actualmente Colbún tiene más del 55% de sus clientes en el segmento libre y esperamos que con la entrada en vigencia del contrato de BHP aumente a más del 70%. Los vencimientos más importantes se presentarían en los años 2032 y 2035.

En nuestro escenario base, incorporamos la desconexión de Santa María (350 MW), para el año 2035 acorde con un plan intensivo de descarbonización del sector. En contraparte, vemos espacio para concretar otros proyectos de ERNC, más allá de los anunciados (Solar Diego de Almagro 210 MW, Machicura 9 MW y Eólica Horizonte 607 MW), dada la holgura financiera de la compañía.

Para los próximos 5 años estimamos un Ebitda consolidado estable, con un margen sobre ingresos en el rango entre 40% - 50%. Para 2020, esperamos una caída en el Ebitda consolidado en torno al 5%, producto de menores ventas físicas en el segmento regulado por el término de contrato con Saesa, que serían compensadas por menores costos de combustibles. Finalmente, para 2021, el Ebitda se mantenga estable con respecto a este año, principalmente por una normalización en los costos de los combustibles, que contrarrestarían el efecto de mayores ventas.

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
- ↓ Salida de Santa María antes de lo previsto en el modelo

Colbún

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$160

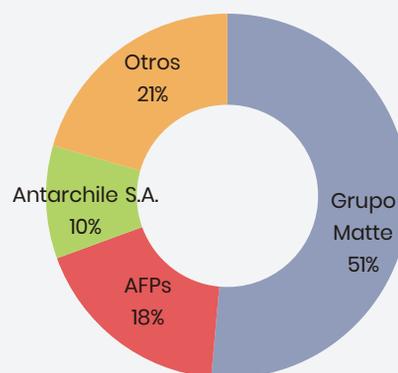
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	COLBUN
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	160
Precio Actual (\$)	126
Fecha Informe	28-ago-20
Precio Min/Max 12M (\$)	76 / 141
Market Cap (MMUS\$)	2.783
Volumen Promedio (MMS)*	17.633
Nº Acciones (millones)	17.536
Free Float	49%
Peso IPSA	3,0%
Dividend Yield '20e	9,7%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

COLBUN | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$126 | P. Objetivo: \$160

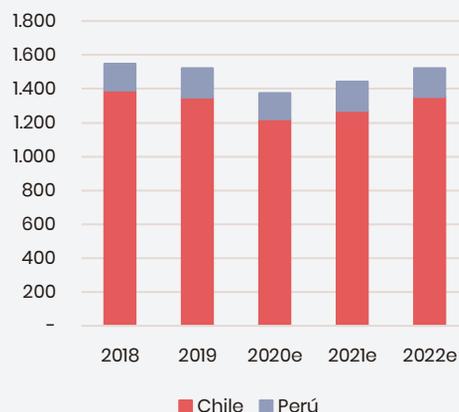
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	1550	1524	1376	1443	1522
Variación (%)	0,1	-1,7	-9,7	4,9	5,4
Resultado Operacional	448	447	412	418	415
Variación (%)	-4,5	-0,1	-7,9	1,4	-0,8
Margen Operacional (%)	28,9	29,4	29,9	29,0	27,3
EBITDA	685	698	656	655	649
Variación (%)	-1,1	1,9	-6,0	-0,1	-1,0
Margen EBITDA (%)	44,2	45,8	47,6	45,4	42,6
Utilidad Neta	241	204	204	233	231
Variación (%)	-11,1	-15,4	0,1	434,0	325,1
Margen Neto (%)	15,5	13,4	14,8	16,2	15,2

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Deuda / Activos (%)	23,7	25,1	27,1	26,6	26,2
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	8,2	7,7	6,6	6,4	6,3
Liquidez Corriente (x)	3,3	3,8	4,1	3,9	3,8
Deuda Neta / Ebitda (x)	2,0	1,7	1,4	1,5	1,6
Deuda Financiera (MM US\$)	1.603,3	1.680,5	1.799,8	1.799,8	1.799,8

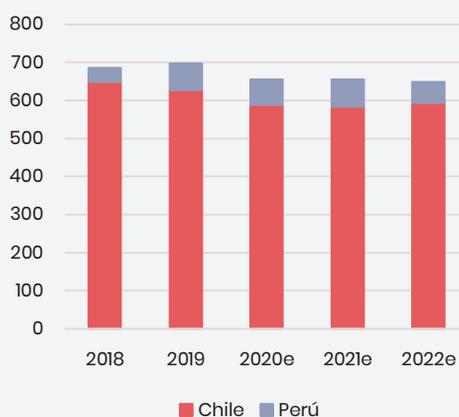
VALORIZACIONES					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	130,3	120,0	-	-	-
Precio Utilidad (x)	14,8	14,7	15,3	13,4	13,8
EV / Ebitda (x)	7,8	7,0	7,8	7,8	8,0
Bolsa Libro (x)	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8
Precio Ventas (x)	2,3	2,0	2,3	2,2	2,1
ROA (%)	3,6	3,0	3,1	3,5	3,4
ROE (%)	6,2	5,5	5,6	6,3	6,1

Ingresos por Operación (MMUS\$)



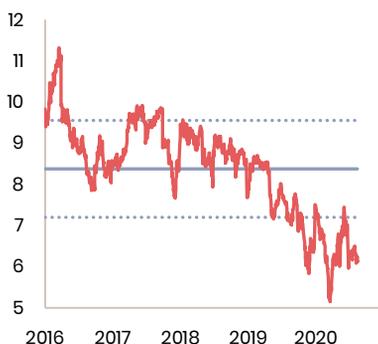
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MMUS\$)

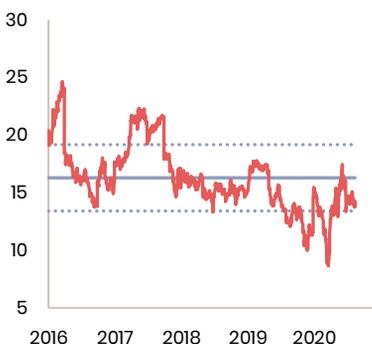


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

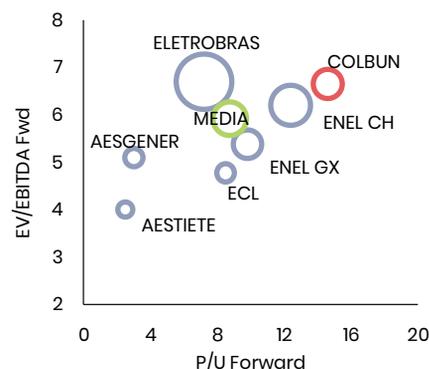


EV/Ebitda Trailing



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Comparables



Recuperación paulatina de ventas luego de emergencia sanitaria

Durante 2019, la acción presentó un positivo desempeño, como consecuencia de favorables resultados y su diversificación regional, ajena a la incertidumbre local. Sin embargo, la intensidad de la pandemia y sus efectos, tanto en las economías de los distintos países donde opera como en la depreciación de las monedas, han moderado las expectativas de crecimiento que esperábamos para la compañía.

Parte importante de estas perspectivas se vinculan a la caída de la generación eléctrica en toda la región y a las menores ventas reportadas por la compañía en los últimos meses. Nuestras estimaciones apuntan a un Ebitda algo sobre los US\$3.400 millones para este año, lo que se ubica por debajo del último *guidance* entregado por la compañía, que ya fue corregido en un 20% respecto a sus proyecciones previas. Para los próximos años esperamos una paulatina recuperación en los niveles de Ebitda, principalmente por el efecto de tipo de cambio al que estarían sujetos sus ingresos.

Con respecto a la situación financiera, ésta presenta ratios bastante holgados luego de la cancelación de la deuda asociada a la compra de Electropaulo. Esto no incluye la posibilidad de M&A en la región, particularmente en Brasil, con foco en el segmento de distribución eléctrica.

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

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, con el cambio de gobierno y la emergencia sanitaria, vemos poco probable una revisión tarifaria en los próximos años. 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
- ↕ Cambios regulatorios y riesgos políticos en Argentina
- ↑ Apoyos financieros al sector producto de la pandemia

Enel Américas

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$160

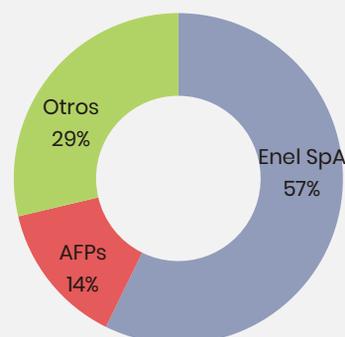
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELAM
Riesgo	Medio
Conversión ADR	50
Precio Objetivo (\$/US\$)	160 / 10,7
Precio Actual (\$)	116 / 7,4
Fecha Informe	28-ago-20
Precio Min/Max 12M (\$)	93 / 172,4
Market Cap (MMUS\$)	11.142
Volumen Diario (MMS)*	163.201
Nº Acciones (millones)	76.086,3
Free Float	43%
Peso IPSA	12,9%
Dividend Yield '20e	4,9%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

* 18-08-2020 Enel SpA informó un aumento en su participación de la compañía, alcanzando un 65%

ENELAM | Sector: Eléctrico | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$116 | P. Objetivo: \$160

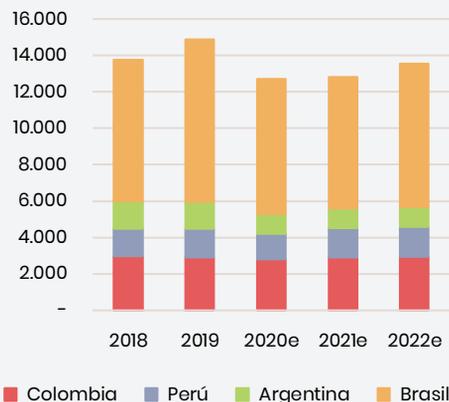
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	12.990	14.314	12.011	12.094	12.779
Variación (%)	24,4	10,2	-16,1	0,7	5,7
Resultado Operacional	2.435	2.769	2.411	2.602	2.700
Variación (%)	9,7	13,7	-12,9	7,9	3,7
Margen Operacional (%)	18,7	19,3	20,1	21,5	21,1
EBITDA	3.358	3.994	3.435	3.667	3.803
Variación (%)	13,9	19,0	-14,0	6,8	3,7
Margen EBITDA (%)	25,8	27,9	28,6	30,3	29,8
Utilidad Neta	1.201	1.614	938	1.028	1.065
Variación (%)	69,7	34,4	-41,9	9,6	3,6
Margen Neto (%)	9,2	11,3	7,8	8,5	8,3

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Deuda / Activos (%)	22,9	21,4	22,4	21,9	22,6
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	3,1	3,7	5,0	5,3	5,1
Liquidez Corriente (x)	0,7	1,0	1,2	1,2	1,1
Deuda Neta / Ebitda (x)	1,3	1,1	1,0	1,0	1,2
Deuda Financiera (MM US\$)	6.270,0	6.380,5	6.380,5	6.380,5	6.880,5

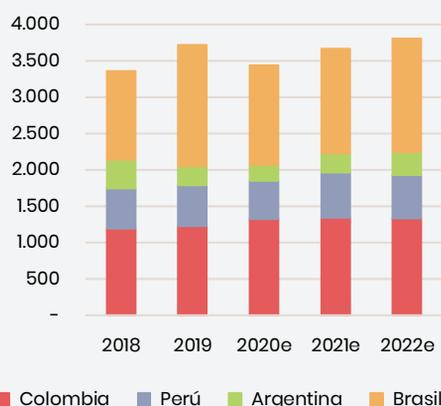
VALORIZACIONES					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	122,5	167,0	-	-	-
Precio Utilidad (x)	12,1	11,2	16,7	15,3	15,1
EV / Ebitda (x)	6,8	6,7	7,1	6,7	6,7
Bolsa Libro (x)	1,6	1,5	1,2	1,1	1,1
Precio Ventas (x)	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
ROA (%)	4,4	5,4	3,3	3,5	3,5
ROE (%)	13,6	13,2	7,0	7,3	7,4

Ingresos por Operación (MMUS\$)



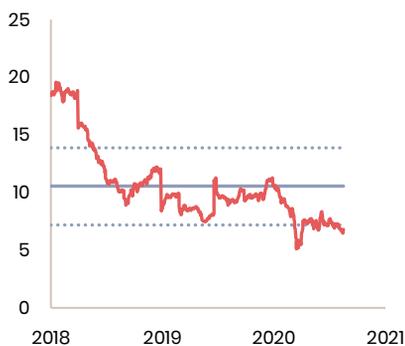
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MMUS\$)

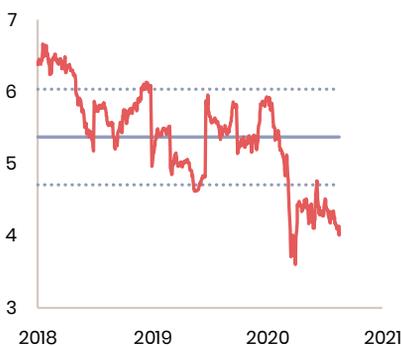


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

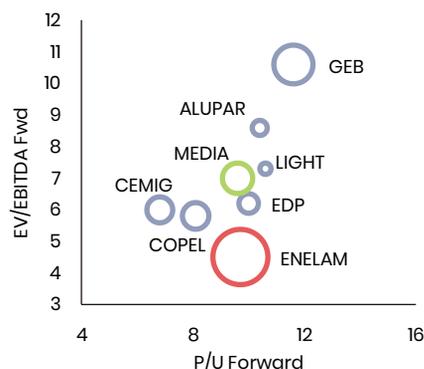
P/U Trailing



EV/Ebitda Trailing



Comparables



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Mayores compras al mercado spot por desconexión de centrales y la postergación de la operación de Los Cóndores

Enel Generación en los últimos años ha mostrado un margen Ebitda estable en el rango de 35%-45%, que mantendría en el corto plazo pese a las presiones a la baja en los precios de la energía y a la salida de las centrales a carbón Bocamina I y Bocamina II.

Como se mencionó, el plan de descarbonización de la compañía incluye la desconexión de sus últimas centrales a carbón en el mediano plazo. Específicamente, Bocamina I (128 MW) sería desconectada a finales de este año y Bocamina II (350MW) dejaría de operar en mayo de 2022. 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 Cóndores (150 MW) que terminaría su construcción a fines de 2023.

La entrada del contrato con BHP en 2021 presionaría las compras de la compañía previo a la entrada en operación de Los Cóndores, producto de una menor generación ligada a la salida de centrales a carbón. Con el término de contrato con Saesa el año pasado, el mix de clientes de la compañía la deja con más de un 50% en el segmento libre y queda menos expuesta al mecanismo de estabilización tarifaria, con un impacto en su valorización cercano a un 4%, según nuestras estimaciones. En cuanto a su perfil de vencimientos de contratos, estos comienzan a ejecutarse con más fuerza a partir del año 2025.

Por último, estimamos que Enel Generación deberá comenzar a utilizar más su capacidad instalada ociosa a gas natural para suplir sus contratos de largo plazo para evitar mayores compras en el mercado spot, además de poder actuar como respaldo para el sistema con la entrada de más ERNC.

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
- ↓ Presión de contratos que impliquen mayores compras al mercado spot
- ↓ Menor recuperación del déficit por el mecanismo de estabilización

Enel Generación Chile

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$370

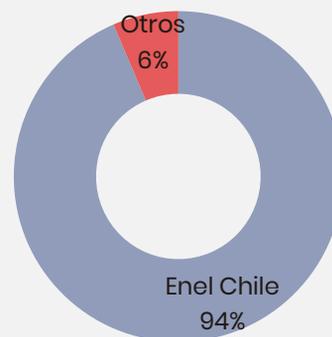
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELGXCH
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	30
Precio Objetivo (\$/US\$)	370 / 14,8
Precio Actual (\$)	277 / 10,4
Fecha Informe	28-ago-20
Precio Min/Max 12M (\$)	248 / 375
Market Cap (MMUS\$)	2.861
Volumen Diario (MMS\$)*	482
Nº Acciones (millones)	8.201,8
Free Float	6%
Peso IPSA	0,0%
Dividend Yield '20e	4,2%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

ENELGXCH | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$277 | P. Objetivo: \$370

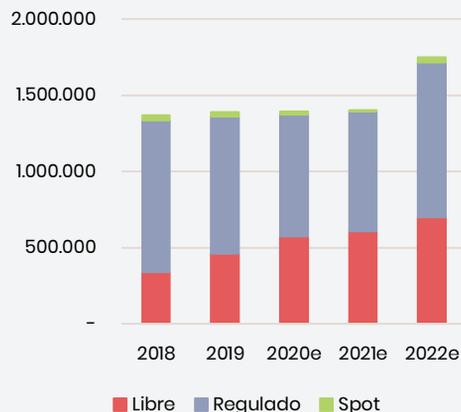
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
MM\$	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	1521.054	1759.493	1518.724	1508.460	1856.677
Variación (%)	-7,0	7,7	-7,3	-0,7	23,1
Resultado Operacional	464.382	280.919	-198.947	533.192	510.010
Variación (%)	0,1	-39,5	-170,8	-368,0	-4,3
Margen Operacional (%)	30,5	17,1	-13,1	35,3	27,5
EBITDA	582.249	669.743	614.149	644.279	614.537
Variación (%)	0,2	15,0	-8,3	4,9	-4,6
Margen EBITDA (%)	38,3	40,9	40,4	42,7	33,1
Utilidad Neta	309.028	196.343	-184.562	333.914	317.933
Variación (%)	-26,2	-36,5	-194,0	-280,9	-4,8
Margen Neto (%)	20,3	12,0	-12,2	22,1	17,1

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Deuda / Activos (%)	25,2	25,8	29,9	29,1	27,4
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	12,1	10,2	9,2	9,2	8,6
Liquidez Corriente (x)	1,1	1,2	2,0	2,4	2,1
Deuda Neta / Ebitda (x)	1,3	1,4	1,3	1,1	1,0
Deuda Financiera (MM\$)	925.164	926.312	991.873	991.873	991.873

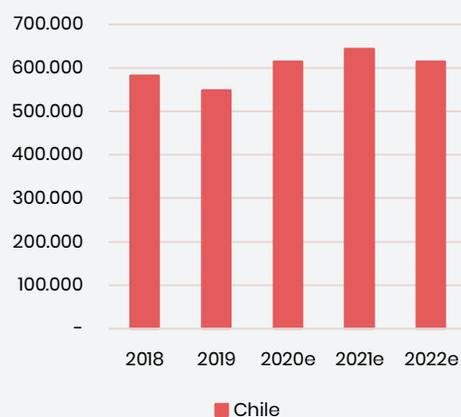
VALORIZACIONES					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	417,8	373,9	-	-	-
Precio Utilidad (x)	11,1	15,6	-13,3	7,4	7,7
EV / Ebitda (x)	7,5	6,0	5,6	5,4	5,6
Bolsa Libro (x)	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4
Precio Ventas (x)	2,3	1,9	1,6	1,6	1,3
ROA (%)	8,4	5,5	-5,6	9,8	8,8
ROE (%)	15,5	9,9	-11,0	18,5	17,5

Ingresos por Operación (MM\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MM\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

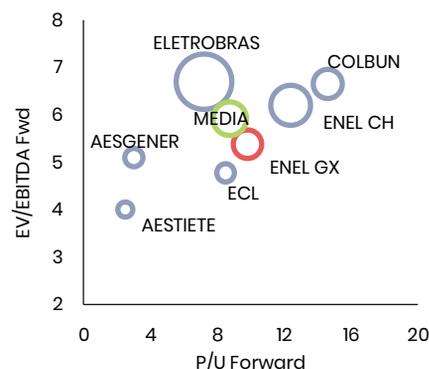


EV/Ebitda Trailing



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Comparables



Atractivos márgenes en generación renovable y posibles 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 900 MW de capacidad instalada que ayudarían a mejorar sus márgenes 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 natural ociosa que podría ser utilizada como respaldo.

En cuanto a distribución, la compañía tiene una concesión con alta densidad poblacional como lo es la Región Metropolitana, además de mostrar resultados estables y pérdidas de energía acotadas. Estimamos que con la reactivación económica y el manejo de la crisis sanitaria, las ventas de la compañía vuelvan a niveles pre pandemia en 2021. En temas de regulación, con la aprobación de la Ley Corta de Distribución, se rebajó el retorno regulatorio sobre activos (ROA) de 10% antes de impuestos a un rango entre 6% y 8% después de impuestos. Actualmente, Enel Distribución tiene un ROA que está dentro de ese rango, por lo que su margen Ebitda no sufriría mayores ajustes. En cuanto a la Ley Larga de Distribución, se espera que sea tramitada por partes y uno de sus principales focos es generar mayor competencia a través de la comercialización de energía.

Para los próximos años, la compañía invertiría aproximadamente US\$1.900 millones en energía renovables. 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 esperado de 50% en el Ebitda.

Considerando la salida de centrales en Enel Generación, los cambios regulatorios que están en discusión para el segmento de distribución y la alta inversión para reemplazar las centrales térmicas, es que le asignamos una ponderación neutral al papel.

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
- ↓ Menores ventas de energía ante una baja en la actividad por nuevas restricciones de movilidad

Enel Chile

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$76

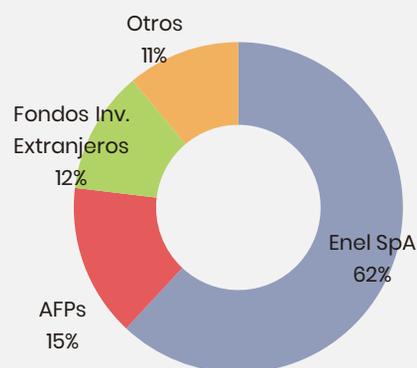
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELCHILE
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	50
Precio Objetivo (\$/US\$)	76 / 5,1
Precio Actual (\$)	59 / 3,7
Fecha Informe	28-ago-20
Precio Min/Max 12M (\$)	50 / 74
Market Cap (MMUS\$)	5.174
Volumen Diario (MMS\$)*	64.714
Nº Acciones (millones)	69.166,6
Free Float	38%
Peso IPSA	5,2%
Dividend Yield '20e	3,6%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

* 07-07-2020 Enel SpA informó un aumento en su participación de la compañía, alcanzando un 64,9%

ENELCHILE | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$59 | P. Objetivo: \$76

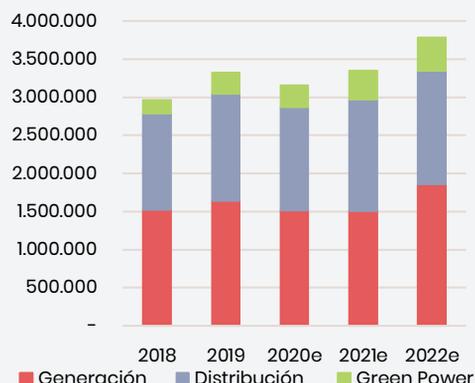
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Ingresos	2.457.161	2.770.834	2.559.210	2.680.939	3.028.902
Variación (%)	-2,6	12,8	-7,6	4,8	13,0
Resultado Operacional	670.605	526.055	-99.722	616.273	615.580
Variación (%)	15,9	-21,6	-119,0	-718,0	-0,1
Margen Operacional (%)	27,3	19,0	-3,9	23,0	20,3
EBITDA	891.355	1.053.492	866.090	896.274	913.546
Variación (%)	20,6	18,2	-17,8	3,5	1,9
Margen EBITDA (%)	36,3	38,0	33,8	33,4	30,2
Utilidad Neta	361.711	296.155	-200.217	324.867	321.983
Variación (%)	20,6	18,2	-17,8	3,5	1,9
Margen Neto (%)	36,3	38,0	33,8	33,4	30,2

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Deuda / Activos (%)	28,3	24,9	27,5	27,1	26,6
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	7,3	6,4	5,8	6,1	6,3
Liquidez Corriente (x)	0,8	1,0	1,3	1,2	1,1
Deuda Neta / Ebitda (x)	2,1	1,6	2,0	2,1	2,1
Deuda Financiera (MM \$)	2.116.499	1.954.826	2.118.159	2.118.159	2.118.159

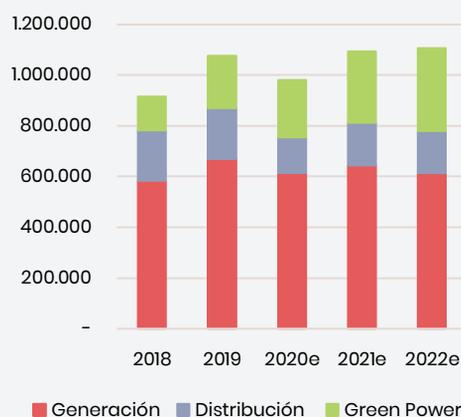
VALORIZACIONES					
	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	67	71	-	-	-
Precio Utilidad (x)	12,8	16,5	-21,8	13,4	13,5
EV / Ebitda (x)	7,9	6,7	7,8	7,5	7,4
Bolsa Libro (x)	1,3	1,3	1,2	1,2	1,3
Precio Ventas (x)	1,9	1,8	1,7	1,6	1,4
ROA (%)	4,8	3,8	-2,6	4,2	4,0
ROE (%)	9,8	7,9	-5,6	9,1	9,5

Ingresos por Operación (MM\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MM\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

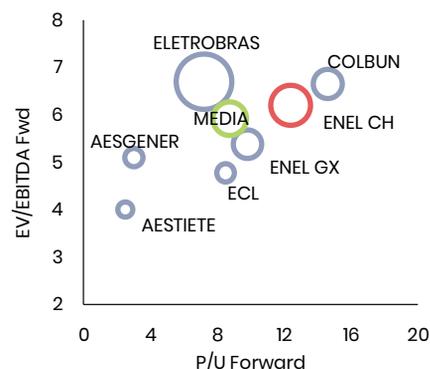


EV/Ebitda Trailing



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Comparables



Requerimientos de inversión para renovar matriz se cubrirían con márgenes favorables

La adjudicación de la licitación del 2014 a un alto precio significó una mejora estructural en los márgenes de la compañía por un periodo prolongado, con un margen Ebitda que se mantendría sobre un 30% en los próximos 5 años. No obstante, la compañía está más expuesta al mecanismo de estabilización que sus comparables, debido a la mayor exposición al segmento regulado que generó este contrato. El monto asociado según nuestras estimaciones implica más de un 10% de su valorización.

Para el 2020, estimamos una leve disminución en los márgenes, principalmente debido a la indexación a los combustibles de los precios de los contratos, lo cual se revertiría en los próximos años. La compañía debería continuar con un equilibrado *mix* de clientes, con una proporción de clientes regulados en torno a 45%. En su perfil de vencimientos de contratos, éstos se concentran a partir del año 2033.

En términos de generación, esperamos que con IEM (375 MW) a pleno funcionamiento, los nuevos proyectos de ERNC en construcción (363 MW) y la adquisición de las centrales Monte Redondo y Laja (48 MW y 34 MW, respectivamente), ayuden a mantener una generación estable pese a futuros cierres de centrales carboneras. Estimamos que la salida de sus centrales carboneras se efectúen en 2022 para U14 y U15 (que suman 268 MW), en 2025 para CTM1 y CTM2 (341 MW), en 2035 para CTH y CTA (347 MW) y en el año 2039 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% de su capacidad instalada actual es en base a carbón). Sin embargo, su situación financiera saludable permitiría el financiamiento de estas inversiones sin necesidad de adquirir nueva deuda.

En este sentido, estimamos que la actual valorización tiene incorporado un escenario más negativo en relación al mecanismo de estabilización y vemos un *upside* significativo para este 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
- ↓ Mayor exposición al mercado spot por fallas en centrales relevantes

Engie Energía Chile

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$1.400

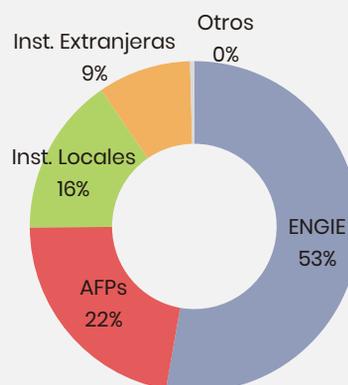
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ECL
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	1.400
Precio Actual (\$)	1.010
Fecha Informe	28-ago-20
Precio Min/Max 12M (\$)	760 / 1.300
Market Cap (MMUS\$)	1.339
Volumen Promedio (MMS)*	1.186
Nº Acciones (millones)	1.053,3
Free Float	47%
Peso IPSA	1,7%
Dividend Yield '20e	2,1%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2019

ECL | Sector: Eléctrico | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$1.010 | P. Objetivo: \$1.400

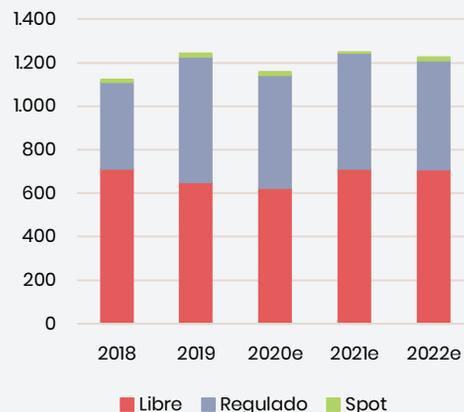
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	1275,3	1454,4	1305,1	1397,3	1376,2
Variación (%)	21,0	14,0	-10,3	316,7	327,3
Resultado Operacional	238,0	377,5	247,7	264,9	313,1
Variación (%)	71,2	58,6	-34,4	7,0	18,2
Margen Operacional (%)	18,7	26,0	19,0	19,0	22,7
EBITDA	375,7	534,8	425,8	478,3	506,9
Variación (%)	36,0	42,3	-20,4	12,3	6,0
Margen EBITDA (%)	29,5	36,8	32,6	34,2	36,8
Utilidad Neta	102,6	110,8	132,3	154,4	189,6
Variación (%)	1,1	7,9	19,4	503,1	365,9
Margen Neto (%)	8,0	7,6	10,1	11,0	13,8

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Deuda / Activos (%)	24,4	24,6	27,1	25,8	25,0
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	29,4	14,1	6,4	10,6	11,3
Liquidez Corriente (x)	1,4	1,4	1,9	2,3	3,3
Deuda Neta / Ebitda (x)	2,1	1,2	1,8	1,5	0,9
Deuda Financiera (MM US\$)	844,5	864,2	977,8	977,8	977,8

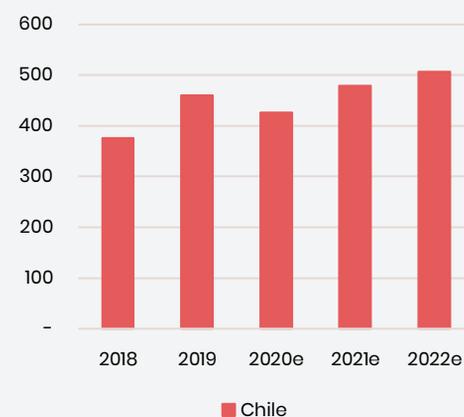
VALORIZACIONES					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Precio de cierre (\$)	1.268,5	1.145,0	-	-	-
Precio Utilidad (x)	18,8	14,5	11,1	9,9	8,0
EV / Ebitda (x)	7,4	4,3	5,4	4,9	4,1
Bolsa Libro (x)	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
Precio Ventas (x)	1,5	1,1	1,1	1,1	1,1
ROA (%)	3,0	3,2	3,7	4,1	4,8
ROE (%)	5,0	5,4	6,2	6,8	7,9

Ingresos por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

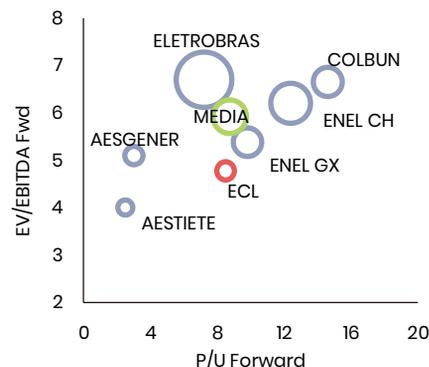


EV/Ebitda Trailing



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Comparables



DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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

Paulina Barahona N.
Subgerente Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Étienne Célèry P.
Analista de Inversiones
etienne.celery@security.cl

Juan Carlos Prieto Z.
Analista de Inversiones
juancarlos.prieto@security.cl

Paulina Feliú Q.
Analista de Inversiones
paulina.feliu@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

Sebastián Montero A.
Analista de Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

Nicolás Libuy
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

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

INVERSIONES security

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