

Sector Eléctrico: Hacia la normalidad entre la reactivación y recuperación de precios de combustibles

Resumen

Durante el año 2020, el sector eléctrico nacional no vio sus resultados mayormente afectados por la crisis sanitaria y las restricciones de movilidad adoptadas por el gobierno. Sin embargo, la depreciación de las monedas, junto con una menor actividad económica en el resto de la región, impactaron los resultados de Enel Américas, con caídas en Ebitda de 46,4% a/a y 19,5% a/a en el segundo y tercer trimestre, respectivamente. 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 mantuvieron en niveles estables, apoyados por la caída en los precios de los combustibles, una disminución de 24% a/a en el costo marginal promedio del sistema durante el año (~US\$40/MWh) y la incorporación de nueva capacidad instalada eficiente.

Para este año esperamos un escenario marcado por: (i) una condición hidro que se mantendría estable en comparación a los años anteriores, (ii) una contención de la crisis sanitaria que llevaría a la reactivación económica y (iii) una normalización en los precios de los combustibles. Además, estimamos que la demanda de clientes regulados y libres se mantenga estable, con una recuperación en el consumo de clientes regulados no residenciales con las flexibilizaciones de las cuarentenas.

En la región, la depreciación de las monedas, junto con una menor actividad económica, seguirían afectando los resultados de Enel Américas en el corto y mediano plazo. Esperamos una recuperación paulatina para este año, llegando a niveles de Ebitda consolidado pre emergencia sanitaria para el próximo año. Lo anterior, no considera la consolidación de Enel Green Power Américas en los resultados del año, lo que apoyaría el Ebitda en aproximadamente US\$500 millones.

Si bien el sector presenta desafíos en el mediano plazo por los cambios regulatorios y los planes de descarbonización, creemos que las empresas mantendrían márgenes estables. **Por esto, vemos oportunidades en Engie (P.O. \$1.250), Enel Chile (P.O. \$72) y Enel Américas (P.O. \$145), y le asignamos una recomendación neutral al resto de las compañías: Colbún (P.O. \$155), Enel Generación (P.O. \$360) y AES Gener (P.O. \$150).**

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 '21e
Colbún	Neutral	\$155	14,6x	6,5x	7,4%
Engie Energía Chile	Sobreponderar	\$1.250	11,1x	4,8x	3,6%
Enel Generación Chile	Neutral	\$360	7,9x	5,4x	8,6%
Enel Chile	Sobreponderar	\$72	13,7x	7,2x	5,5%
AES Gener	Neutral	\$150	9,7x	8,9x	6,8%
Enel Américas	Sobreponderar	\$145	13,3x	5,4x	3,1%

Nuevos contratos libres y proyectos de ERNC ayudarían a mantener márgenes sobre 40% en el mediano plazo

Colbún en los últimos años ha mantenido estables sus márgenes, con un margen Ebitda sobre 40%, a pesar de condiciones hídricas más secas y la caída en los precios de la energía. Para este año esperamos una generación estable en Chile, por mejores condiciones hídricas y una operación normalizada en su central Santa María. En Perú, la generación de Fénix Power retomaría los niveles previos a la pandemia, llegando a 3.600 GWh/año.

La estrategia de la compañía de enfocarse en clientes libres la posiciona como una de las menos afectadas por el mecanismo de estabilización. 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, el próximo año, 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, la que se vería beneficiada por los acuerdos alcanzados con Goldman Sachs y el BID.

Para los próximos años, esperamos que la compañía aumente sus compras al mercado spot, principalmente por el desfase entre el comienzo de la operación del parque eólico Horizonte y el contrato de BHP, lo que presionaría los márgenes, alcanzando un Ebitda de 40% sobre ingresos. Para 2021, esperamos un Ebitda consolidado estable en torno a US\$690 millones, producto de una recuperación en las ventas físicas en Perú y una normalización en los costos de los combustibles. Finalmente, para 2022, el Ebitda mostraría una leve caída con respecto a este año, principalmente por un incremento en los costos de compras de energía, por el efecto que tendría la entrada en vigencia del contrato con BHP.

Riesgos

- ↑ Anuncio de mayor inversión en ERNC o M&A en la región
- ↓ Peores condiciones hidrológicas de lo esperado
- ↓ Cambios regulatorios en el sector y mayor competencia con la Ley de Portabilidad eléctrica
- ↓ 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: \$155

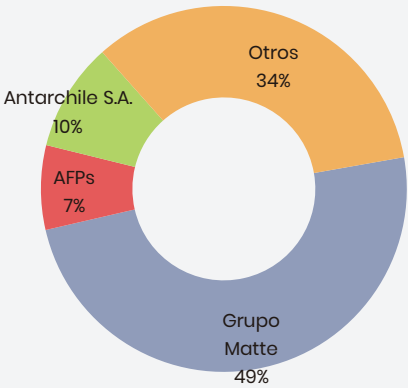
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	COLBUN
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	155
Precio Actual (\$)	137
Fecha Informe	18-feb-21
Precio Min/Max 12M (\$)	76 / 142
Market Cap (MMUS\$)	3.362
Volumen Promedio (MMS)*	2.760
Nº Acciones (millones)	17.536
Free Float	41%
Peso IPSA	2,6%
Dividend Yield '21e	7,4%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

COLBUN | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$137 | P. Objetivo: \$155

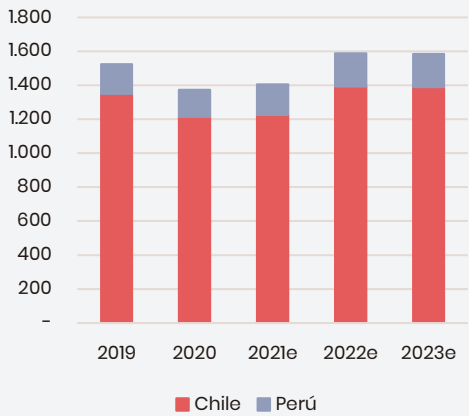
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos	1524	1374	1406	1589	1585
Variación (%)	-1,7	-9,8	2,4	13,0	-0,3
Resultado Operacional	447	436	440	444	427
Variación (%)	-0,1	-2,6	1,0	0,8	-3,7
Margen Operacional (%)	29,4	31,7	31,3	27,9	26,9
EBITDA	698	682	690	690	670
Variación (%)	1,9	-2,2	1,2	0,0	-2,9
Margen EBITDA (%)	45,8	49,7	49,1	43,4	42,3
Utilidad Neta	204	162	206	228	240
Variación (%)	-15,4	-20,3	26,6	11,0	5,0
Margen Neto (%)	13,4	11,8	14,6	14,4	15,1

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	25,1	27,1	26,9	25,7	25,7
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	7,7	7,5	7,4	6,7	6,5
Liquidez Corriente (x)	3,4	4,1	3,9	3,9	3,8
Deuda Neta / Ebitda (x)	1,9	2,3	1,5	1,3	1,4
Deuda Financiera (MM US\$)	1.680,5	1.797,1	1.797,1	1.797,1	1.797,1

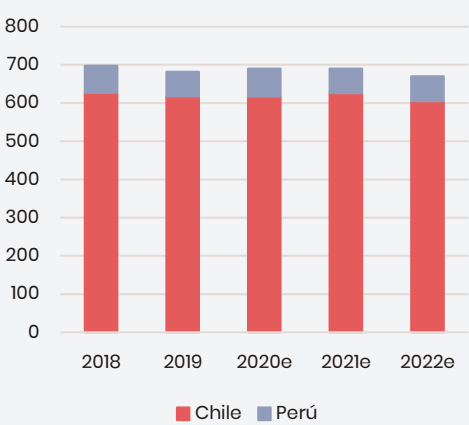
VALORIZACIONES					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	120,0	125,5	-	-	-
Precio Utilidad (x)	14,7	17,1	16,2	14,7	14,2
EV / Ebitda (x)	6,5	6,5	6,5	6,3	6,6
Bolsa Libro (x)	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Precio Ventas (x)	2,0	2,0	2,4	2,1	2,1
ROA (%)	3,0	2,4	3,1	3,3	3,4
ROE (%)	5,5	4,5	5,7	6,1	6,4

Ingresos por Operación (MMUS\$)



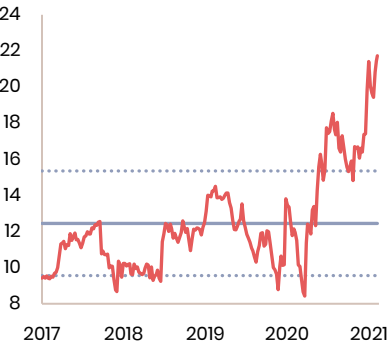
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MMUS\$)



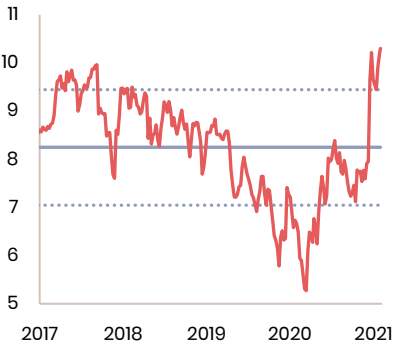
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

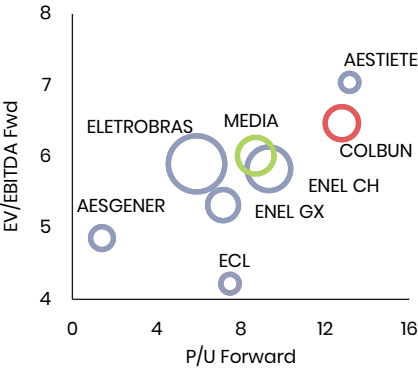


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

EV/Ebitda Trailing



Comparables



Holgura financiera se mantendría, pese a incremento de inversión en ERNC producto de salida de centrales

La adjudicación de la licitación del 2014 a un alto precio significó una mejora estructural en los márgenes de la empresa, con un margen Ebitda que se mantendría sobre 30% en los próximos 5 años. A pesar de que la compañía es una de las más expuestas al mecanismo de estabilización, los riesgos fueron acotados gracias a los acuerdos de factorización alcanzados con bancos internacionales, los que favorecerían su liquidez y daría espacio para inversiones futuras.

Para el 2021, estimamos una leve disminución en los márgenes, principalmente debido a una normalización en los precios de los combustibles. La compañía debería continuar con un equilibrado mix de clientes, con una proporción en el segmento regulado 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 (558 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. Estimamos que la salida de sus centrales carboneras se efectúe a finales de 2021 para U14 y U15 (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 estos proyectos, vemos una necesidad de aumentar y acelerar las inversiones en ERNC para compensar las desconexiones del acuerdo de descarbonización (67% de su capacidad instalada actual es en base a carbón). Otra opción sería la conversión de las centrales a carbón más eficientes, lo que la firma se encuentra evaluando. En todo caso, su situación financiera saludable permitiría el financiamiento de inversiones relevantes sin alterar mayormente los ratios de endeudamiento en el mediano plazo.

En este sentido, estimamos que la actual valorización tiene incorporado un escenario más negativo en relación al plan de descarbonización y vemos un *upside* para este papel, aunque con mayor incertidumbre respecto a sus pares.

Riesgos

- ↑ Uso alternativo de centrales a carbón
- ↑ 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

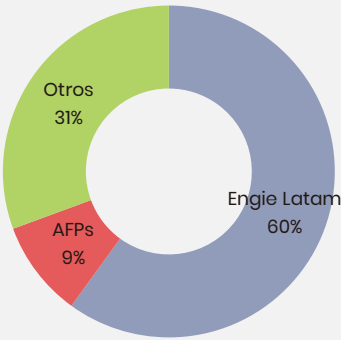
Recomendación: Sobreponderar
Precio Objetivo: \$1.250

INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ECL
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	1.250
Precio Actual (\$)	848
Fecha Informe	18-feb-21
Precio Min/Max 12M (\$)	750 / 1.229
Market Cap (MMUS\$)	1.251
Volumen Promedio (MMS)*	1.864
Nº Acciones (millones)	1.053
Free Float	40%
Peso IPSA	1,2%
Dividend Yield '21e	3,6%

Fuente: Bloomberg
* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

ECL | Sector: Eléctrico | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$848 | P. Objetivo: \$1.250

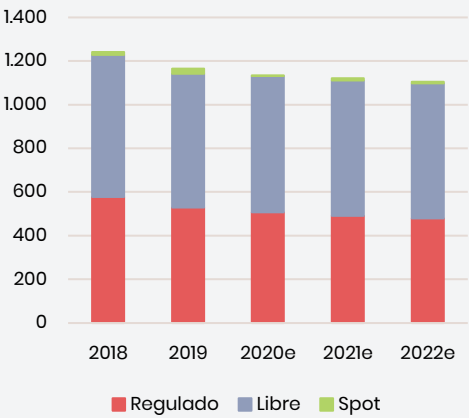
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos	1454,4	1351,7	1322,2	1300,4	1289,1
Variación (%)	14,0	-7,1	-2,2	-1,6	-0,9
Resultado Operacional	377,5	275,6	242,2	240,6	234,7
Variación (%)	58,6	-27,0	-12,1	-0,6	-2,5
Margen Operacional (%)	26,0	20,4	18,3	18,5	18,2
EBITDA	534,8	455,5	424,5	460,4	449,4
Variación (%)	42,3	-14,8	-6,8	8,4	-2,4
Margen EBITDA (%)	36,8	33,7	32,1	35,4	34,9
Utilidad Neta	110,8	163,6	136,1	119,7	123,5
Variación (%)	7,9	47,7	-16,8	-12,1	3,2
Margen Neto (%)	7,6	12,1	10,3	9,2	9,6

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	23,9	24,1	29,2	32,1	33,0
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	14,1	7,7	5,8	5,9	6,8
Liquidez Corriente (x)	1,4	1,4	2,2	2,6	3,4
Deuda Neta / Ebitda (x)	1,1	1,4	2,1	2,1	1,7
Deuda Financiera (MM US\$)	839,8	895,3	1.195,3	1.395,3	1.495,3

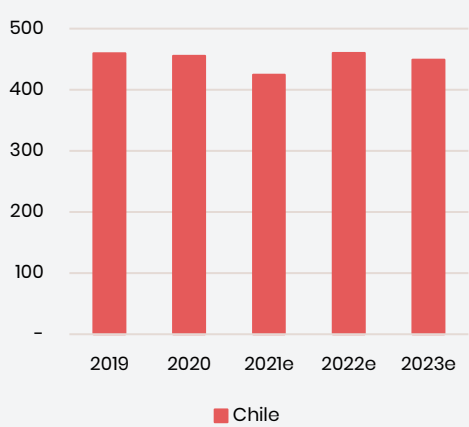
VALORIZACIONES					
	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	1.145,0	920,0	-	-	-
Precio Utilidad (x)	14,5	8,3	9,5	11,1	10,7
EV / Ebitda (x)	4,5	4,1	5,2	4,9	4,6
Bolsa Libro (x)	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Precio Ventas (x)	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
ROA (%)	3,2	4,4	3,3	2,7	2,7
ROE (%)	5,4	7,5	6,1	5,2	5,1

Ingresos por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

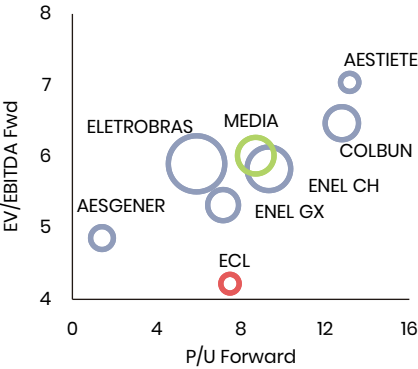


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

EV/Ebitda Trailing



Comparables



Mayores compras al mercado *spot* por desconexión de centrales y 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%. Sin embargo, esperamos que con la salida anticipada de las centrales a carbón Bocamina I y Bocamina II, y la entrada en operación tardía de Los Cóndores, los márgenes se vean presionados a mediano plazo.

Como se mencionó, el plan de descarbonización de la compañía incluye la desconexión de su última central a carbón en el corto plazo. Específicamente, Bocamina I (128 MW) fue desconectada en diciembre de 2020 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 este año 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 2019, 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 los montos de la factorización de las cuentas acordados con Goldman Sachs y el BID, cercanos a US\$290 millones, esperamos que la compañía mejore aún más su situación financiera. 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*
- ↓ Bajo *free float*, que implica una liquidez acotada del papel

Enel Generación Chile

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$360

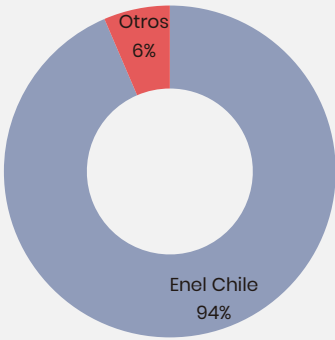
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELGXCH
Riesgo	Bajo
Precio Objetivo (\$)	360
Precio Actual (\$)	265
Fecha Informe	18-feb-21
Precio Min/Max 12M (\$)	191 / 343
Market Cap (MMUS\$)	3.045
Volumen Diario (MMS\$)*	126
Nº Acciones (millones)	8.202
Free Float	6%
Peso IPSA	0,0%
Dividend Yield '21e	8,6%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

ENELGXCH | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$265 | P. Objetivo: \$360

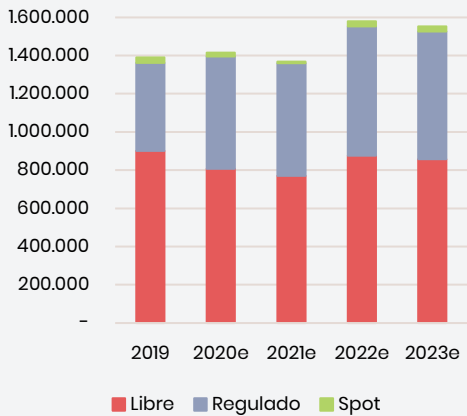
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
MM\$	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingresos	1.638.375	1.483.018	1.457.605	1.657.566	1.626.612
Variación (%)	7,7	-9,5	-1,7	13,7	-1,9
Resultado Operacional	280.919	-245.374	449.997	445.706	424.957
Variación (%)	-39,5	-187,3	-283,4	-1,0	-4,7
Margen Operacional (%)	17,1	-16,5	30,9	26,9	26,1
EBITDA	669.743	544.425	560.282	549.576	522.607
Variación (%)	15,0	-18,7	2,9	-1,9	-4,9
Margen EBITDA (%)	40,9	36,7	38,4	33,2	32,1
Utilidad Neta	196.343	-215.526	195.765	274.534	260.039
Variación (%)	-36,5	-209,8	-190,8	40,2	-5,3
Margen Neto (%)	12,0	-14,5	13,4	16,6	16,0

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	25,8	29,2	29,4	27,6	26,4
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	10,2	8,6	8,2	8,1	7,8
Liquidez Corriente (x)	1,2	1,8	1,9	2,0	2,0
Deuda Neta / Ebitda (x)	1,4	1,5	1,4	1,0	0,6
Deuda Financiera (MM\$)	926.312	952.936	952.936	952.936	902.936

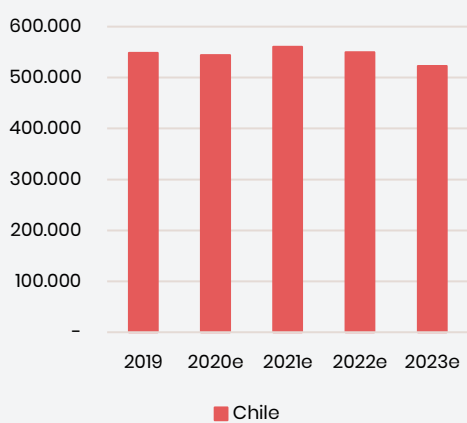
VALORIZACIONES					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	373,9	266,9	-	-	-
Precio Utilidad (x)	15,6	-10,2	11,1	7,9	8,3
EV / Ebitda (x)	6,0	5,5	5,3	4,9	4,8
Bolsa Libro (x)	1,6	1,3	1,3	1,2	1,2
Precio Ventas (x)	1,9	1,5	1,5	1,3	1,3
ROA (%)	5,5	-6,6	6,0	8,0	7,6
ROE (%)	9,9	-13,0	11,8	15,6	14,5

Ingresos por Operación (MM\$)



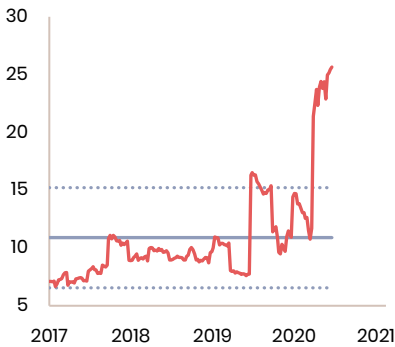
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MM\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

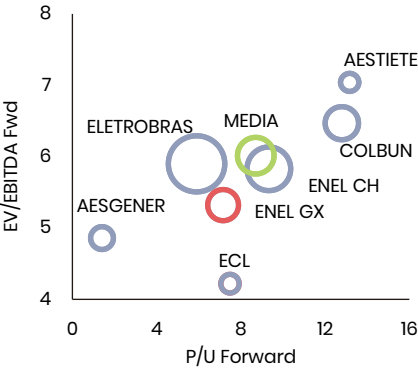


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

EV/Ebitda Trailing



Comparables



Atractivos márgenes en generación renovable y posibilidades de adelantar incorporación de nuevos proyectos

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 vacuna y la reactivación económica, las ventas de la compañía vuelvan a niveles pre pandemia este año. En temas de regulación, con la aprobación de la Ley Corta de Distribución, el Ebitda de Enel Distribución no sufriría mayores ajustes, pues su ROA está dentro del nuevo rango establecido. En cuanto a la Ley Larga de Distribución, uno de sus principales focos es generar mayor competencia a través de la incorporación de la figura del comercializador de energía.

Para los próximos años, hemos incorporado una inversión aproximada de US\$600 millones en energías renovables, equivalente a más de 750 MW de capacidad instalada, lo que está por debajo de lo anunciado en el plan 2021-2023. Para el segmento de distribución, el Capex anunciado por la empresa para los próximos años sería de US\$490 millones. Finalmente, para su nuevo segmento (Enel X) esperan un Capex de US\$ 21 millones acompañado con un crecimiento esperado de más de 90% en el Ebitda.

Considerando que en nuestro escenario base hemos incorporado una menor inversión y que la holgura financiera permitiría incrementar significativamente la velocidad de incorporación de nuevos proyectos, es que le vemos posibilidades de un *upside* mayor al papel.

Riesgos

- ↑ Nuevos proyectos de Enel Green Power en ERNC
- ↑ Un escenario hidrológico más 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

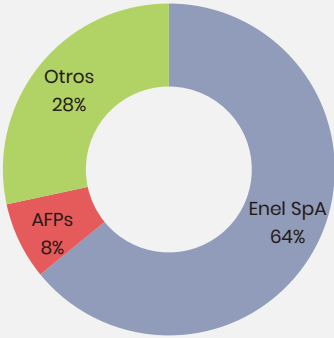
Recomendación: Sobreponderar
Precio Objetivo: \$72

INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELCHILE
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	50
Precio Objetivo (\$/US\$)	72 / 5,0
Precio Actual (\$)	56 / 3,7
Fecha Informe	18-feb-21
Precio Min/Max 12M (\$)	50 / 75
Market Cap (MMUS\$)	5.382
Volumen Diario (MM\$)*	3.037
Nº Acciones (millones)	69.167
Free Float	36%
Peso IPSA	3,8%
Dividend Yield '21e	5,5%

Fuente: Bloomberg
* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

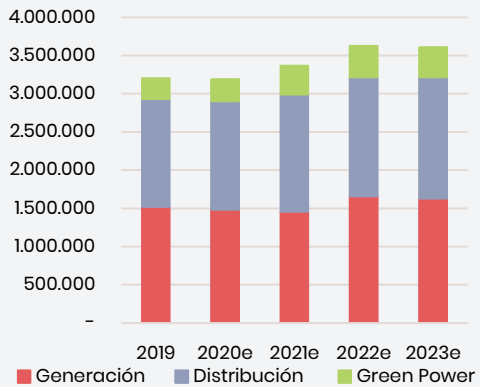
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de pesos	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingresos	2.770.834	2.590.353	2.758.778	2.900.352	2.887.732
Variación (%)	12,8	-6,5	6,5	5,1	-0,4
Resultado Operacional	526.055	-70.005	641.843	564.845	533.816
Variación (%)	-21,6	-113,3	-1.016,9	-12,0	-5,5
Margen Operacional (%)	19,0	-2,7	23,3	19,5	18,5
EBITDA	1.053.492	887.705	922.889	864.373	835.603
Variación (%)	18,2	-15,7	4,0	-6,3	-3,3
Margen EBITDA (%)	38,0	34,3	33,5	29,8	28,9
Utilidad Neta	296.155	-156.011	347.021	289.846	267.281
Variación (%)	-18,1	-152,7	-322,4	-16,5	-7,8
Margen Neto (%)	10,7	-6,0	12,6	10,0	9,3

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	24,9	26,6	26,2	25,8	25,8
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	6,4	5,9	6,6	6,1	5,9
Liquidez Corriente (x)	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1
Deuda Neta / Ebitda (x)	1,6	1,9	2,0	2,0	2,1
Deuda Financiera (MM \$)	1.954.826	2.038.348	2.038.348	2.038.348	2.038.348

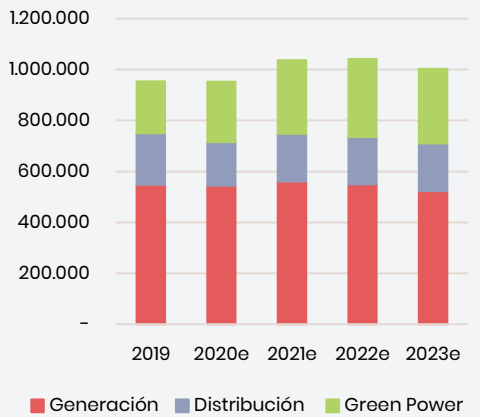
VALORIZACIONES					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	70,5	55,2	-	-	-
Precio Utilidad (x)	16,5	-24,5	11,4	13,7	14,9
EV / Ebitda (x)	6,7	6,9	6,8	7,2	7,5
Bolsa Libro (x)	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
Precio Ventas (x)	1,8	1,5	1,4	1,4	1,4
ROA (%)	3,8	-2,0	4,5	3,7	3,4
ROE (%)	7,9	-4,4	9,8	8,3	7,7

Ingresos por Operación (MM\$)



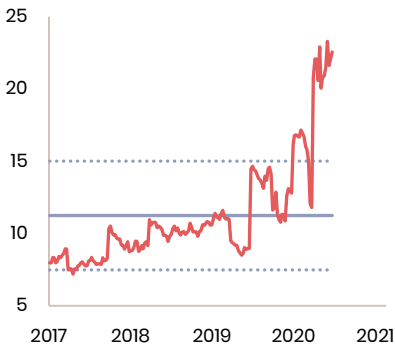
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MM\$)



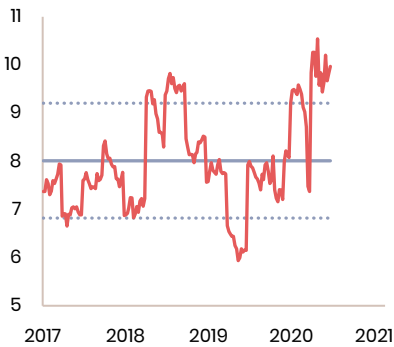
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

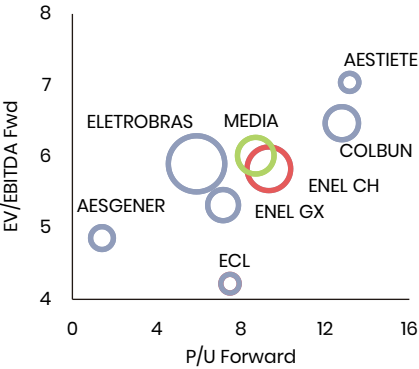


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

EV/Ebitda Trailing



Comparables



Pese al aumento de capital, intenso *pipeline* de proyectos mantendría presión sobre 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 1.100 MW y por más de 320 MW en Colombia. Además, se espera que Alto Maipo (531 MW) inicie su operación a mediados de este año.

A principios de febrero culminó el aumento de capital, con más de 1.976 millones de acciones suscritas, por un monto total aproximado de US\$306 millones. Lo que junto con el término anticipado del contrato con BHP, que significaría un ingreso extraordinario por US\$ 390 millones en 2021, darían un respiro a la deuda de la compañía. Sin embargo, sería favorable una disminución en la política de dividendos en el corto plazo dado el intensivo *pipeline* de inversión en ERNC, cuyo monto asciende a más de US\$2.000 millones.

En cuanto a los mercados de Colombia y Argentina (13% y 4% del Ebitda 2020e, respectivamente, sin ingreso no recurrente de BHP), esperamos que la generación de Chivor vuelva a la normalidad este año, 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 en relación a la fijación de la tarifa y el impacto de estos en las compañías del sector.

Dado lo anterior, estimamos que la empresa está cercano a su valor justo. Si bien es capaz de mantener sus márgenes en el corto plazo, al reemplazar las centrales a carbón veríamos: (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 mayor importancia que toma en el tiempo el aporte de Colombia para mantener los márgenes.

Riesgos

- ↓ Mayor incremento de la deuda para financiar proyectos
- ↓ 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: \$150

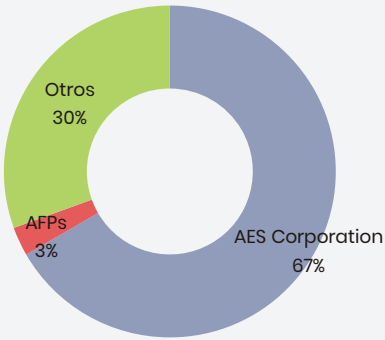
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	AESGENER
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	150
Precio Actual (\$)	122
Fecha Informe	18-feb-21
Precio Min/Max 12M (\$)	81 / 130
Market Cap (MMUS\$)	1.777
Volumen Promedio (MMS)*	1.427
Nº Acciones (millones)	10.386
Free Float	46%
Peso IPSA	1,2%
Dividend Yield '21e	6,8%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

AESGENER | Sector: Eléctrico | Recomendación: Neutral | P. Actual: \$122 | P. Objetivo: \$150

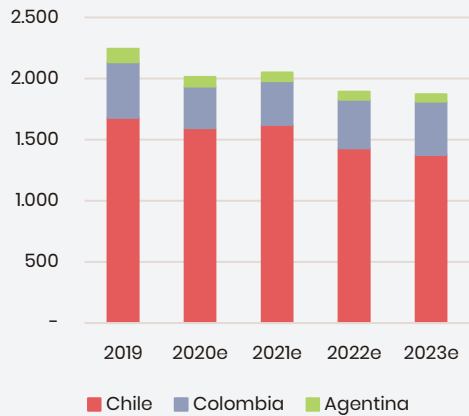
Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingresos	2.411,8	2.485,0	2.587,8	2.019,4	1.990,5
Variación (%)	-8,1	3,0	4,1	-22,0	-1,4
Resultado Operacional	564,6	780,8	835,3	431,2	318,4
Variación (%)	-7,9	38,3	7,0	-48,4	-26,2
Margen Operacional (%)	23,4	31,4	32,3	21,4	16,0
EBITDA	830,1	1.046,9	1.107,1	698,5	674,0
Variación (%)	-5,7	26,1	5,8	-36,9	-3,5
Margen EBITDA (%)	34,4	42,1	42,8	34,6	33,9
Utilidad Neta	115,8	-258,5	481,2	191,3	105,0
Variación (%)	-59,7	-323,2	-286,2	-60,2	-45,1
Margen Neto (%)	4,8	-10,4	18,6	9,5	5,3

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	50,1	53,8	49,8	52,6	53,9
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	5,9	7,3	8,2	5,0	4,5
Liquidez Corriente (x)	1,2	1,2	1,4	1,3	1,3
Deuda Neta / Ebitda (x)	4,7	4,1	3,9	6,7	7,1
Deuda Financiera (MM US\$)	4.225,5	4.444,6	4.544,6	4.844,6	5.044,6

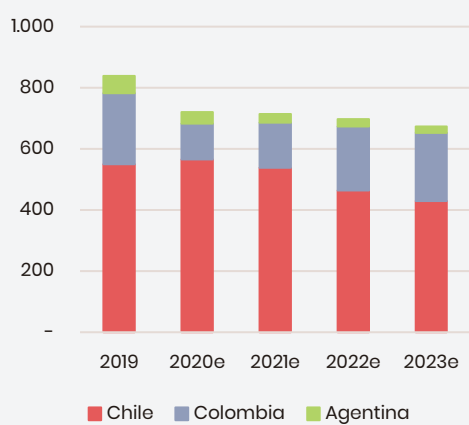
VALORIZACIONES					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	163,0	117,8	-	-	-
Precio Utilidad (x)	16,8	-4,8	3,8	9,7	17,9
EV / Ebitda (x)	7,1	5,4	5,6	9,5	10,1
Bolsa Libro (x)	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7
Precio Ventas (x)	0,8	0,5	0,7	0,9	0,9
ROA (%)	1,4	-3,1	5,3	2,1	1,1
ROE (%)	4,7	-12,5	17,6	6,7	3,8

Ingresos por Operación (MMUS\$)



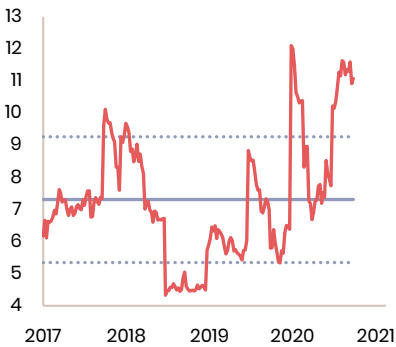
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MMUS\$)



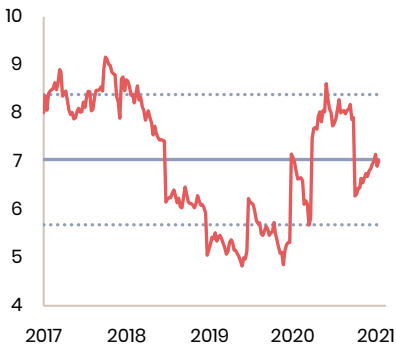
Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

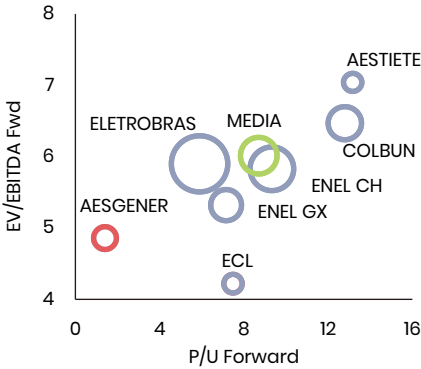


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

EV/Ebitda Trailing



Comparables



Incorporación de EGPA abre posibilidad de crecimiento en generación y desarrollo de proyectos futuros de ERNC

Durante el 2020, la compañía vio deteriorados sus resultados como consecuencia de las restricciones de movilización producto de la pandemia y sus efectos en las economías de los distintos países donde opera, principalmente con la depreciación de las monedas. Creemos que esto se revertirá parcialmente durante el 2021, llegando a niveles de Ebitda pre pandemia en los siguientes años.

En el 2020, la empresa anunció y aprobó la incorporación, mediante una fusión con canje de acciones, de los activos en Sur y Centro América (ex Chile) de Enel Green Power Américas (EGPA), la cual se materializaría en el 2Q21, seguida por una OPA por hasta el 10% del capital accionario de Enelam a un precio de \$140 por acción. Con esta transacción, esperamos que la compañía crezca en el negocio de generación, incluyendo centrales de ERNC ya operativas y desarrolle proyectos futuros. En la valorización incorporamos como *proxy* el valor aprobado por la junta de accionistas en diciembre (por US\$6.036 millones), el que se encuentra en línea con valorizaciones de mercado.

Para 2021 estimamos un Ebitda de US\$3.250 millones, monto que no incluye la incorporación de los resultados de EGPA (que se estiman en US\$500 millones en 2021). Nuestras expectativas se vinculan a una recuperación paulatina de la demanda eléctrica en toda la región, y una normalización en los precios de los combustibles y en el efecto de tipo de cambio.

Con respecto a la situación financiera, ésta presenta ratios bastante holgado, por lo que no se descarta la posibilidad de M&A en la región, particularmente en Brasil, con foco en el segmento de distribución eléctrica.

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. Mientras que en Argentina, vemos poco probable una revisión tarifaria durante el año. Con ello, su filial de distribución reportaría resultados 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
- ↓ Retraso en los proyectos de EGPA incorporados en las valorizaciones de los peritos

Enel Américas

Recomendación: Sobreponderar
Precio Objetivo: \$145

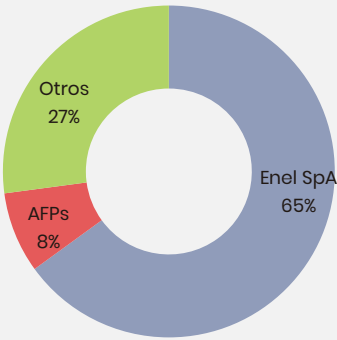
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ENELAM
Riesgo	Medio
Conversión ADR	50
Precio Objetivo (\$/US\$)	145 / 10,1
Precio Actual (\$)	112 / 7,4
Fecha Informe	18-feb-21
Precio Min/Max 12M (\$)	88 / 147,3
Market Cap (MMUS\$)	11.910
Volumen Diario (MM\$)*	9.026
Nº Acciones (millones)	76.086
Free Float	35%
Peso IPSA	8,6%
Dividend Yield '21e	3,1%

Fuente: Bloomberg

* Promedio últimos 3 meses

Estructura de Propiedad



Fuente: CMF Chile y Estudios Security

* No considera la incorporación de EGPA

ENELAM | Sector: Eléctrico | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual: \$112 | P. Objetivo: \$145

Estado de Resultados

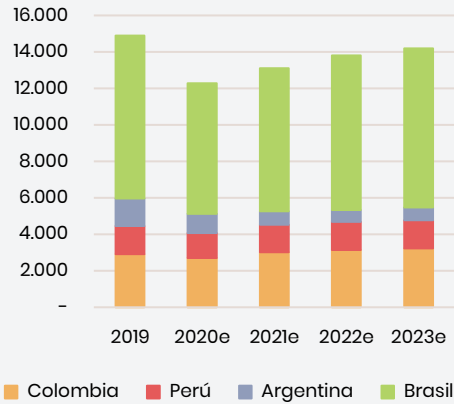
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de dólares	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingresos	14.314	11.505	12.358	13.013	13.373
Variación (%)	10,2	-19,6	7,4	5,3	2,8
Resultado Operacional	2.769	2.025	2.194	2.305	2.373
Variación (%)	13,7	-26,9	8,3	5,0	3,0
Margen Operacional (%)	19,3	17,6	17,8	17,7	17,7
EBITDA	3.994	3.062	3.250	3.400	3.548
Variación (%)	19,0	-23,3	6,1	4,6	4,3
Margen EBITDA (%)	27,9	26,6	26,3	26,1	26,5
Utilidad Neta	1.614	766	866	907	920
Variación (%)	34,4	-52,5	13,0	4,7	1,5
Margen Neto (%)	11,3	6,7	7,0	7,0	6,9

INDICADORES DE CRÉDITO					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Deuda / Activos (%)	21,4	22,6	21,9	22,6	23,4
EBITDA / Gastos Fin. Netos (x)	3,7	4,4	4,7	4,6	4,5
Liquidez Corriente (x)	1,0	1,3	1,1	1,0	1,0
Deuda Neta / Ebitda (x)	1,1	0,9	1,2	1,5	1,5
Deuda Financiera (MM US\$)	6.380,5	6.380,5	6.380,5	6.880,5	7.380,5

VALORIZACIONES					
	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Precio de cierre (\$)	167,0	116,0	-	-	-
Precio Utilidad (x)	11,2	14,5	13,9	13,4	13,4
EV / Ebitda (x)	6,2	5,3	5,7	5,8	5,7
Bolsa Libro (x)	1,5	0,8	0,9	0,9	0,9
Precio Ventas (x)	1,3	1,0	1,0	0,9	0,9
ROA (%)	5,4	2,7	3,0	3,0	2,9
ROE (%)	13,2	5,7	6,4	6,5	6,4

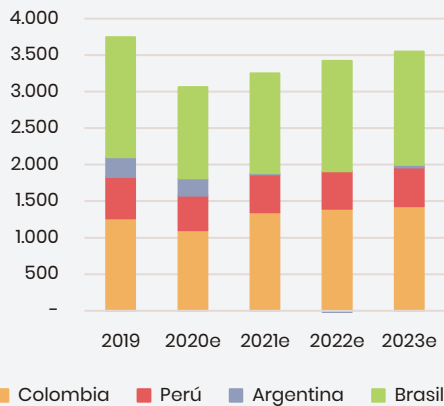
* Valores no incorporan fusión con EGPA

Ingresos por Operación (MMUS\$)



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Ebitda por Operación (MMUS\$)

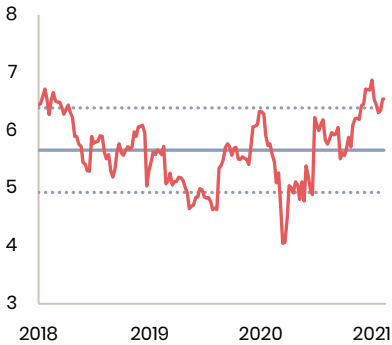


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

P/U Trailing

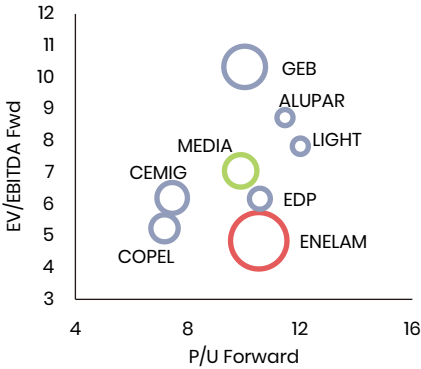


EV/Ebitda Trailing



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security

Comparables



DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

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

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

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

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

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

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

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

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

Roberto Valladares R.
Analista de Inversiones
Roberto.valladares@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.cl • (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.