

Colbún

Recomendación de Comprar Colbún

junio 02, 2021

**Colbún**

Colbún S.A es una empresa que se dedica principalmente a la generación y comercialización de energía eléctrica. Tiene una capacidad de 3.811 MW (49% hídrica y 51% térmica en base a diesel, gas natural y carbón), de los cuales 3.244 MW son producidos en 24 plantas a lo largo del país y 567 MW son producidos en Perú a través de Fénix Power Perú S.A. La participación de mercado en generación, para ambos países, es de un 16% y 6%, respectivamente. La compañía vende su energía a clientes regulados, no regulados y su sobrecapacidad la vende al mercado spot. Colbún S.A es controlada por el grupo Matte, con un 50,0% de participación. Seguido por el grupo Angelini con un 9,6%, y el restante 40,4% equivalen a participaciones de otros inversionistas (free float).

Estabilidad en un escenario complejo

Retomamos el análisis de Colbún con el fin de analizar antecedentes que indiquen la posibilidad de encontrar retornos en el papel de la compañía. Frente al complejo escenario que marcó la pandemia, Colbún S.A pudo mantener un sólido performance pese a las mayores presiones en el rubro debido a la caída en la demanda. Durante el 2020 se logró mantener un nivel de endeudamiento estable, con un nivel de deuda neta a EBITDA de 1,2x. En cuanto a la emisión de deuda, a principios de 2020 Colbún S.A emitió un bono en el mercado internacional por US\$500 MM, a una tasa del 3,3% anual y con ello buscó prepagar parte del bono existente a vencer en 2024. Prepagó US\$343 MM, con tasas menores a las del bono inicial.

En cuanto a los proyectos futuros, se espera que en el 3Q21 se inaugure el proyecto solar fotovoltaico Machicura, ubicado en la región del Maule, el cual aportará con 9MW de generación. Además se espera que para el 1Q22 inicie operaciones el proyecto Diego de Almagro, también de generación solar fotovoltaica, el cual se estima tenga una generación de 230MW. Actualmente, se estima que Colbún S.A cuenta con una cartera de proyectos de energías renovables en torno a los 3.100 MW. En este sentido, destacamos que la empresa cuenta con proyectos de inversión en energías renovables que comenzarían a operar a partir de este año, los cuales no representan un mayor riesgo para los flujos de la empresa, y por ende, se estima un endeudamiento similar al visto años anteriores.

En relación a la descarbonización al 2040, Colbún S.A posee tan solo una central a carbón (Santa María). La cual es una de las más eficientes en el sector y sus emisiones están muy por bajo lo establecido en la norma. Cabe destacar que a nivel consolidado, la generación de energía en base a centrales de carbón es un 18% de la generación anual. Por otro lado, para Colbún el desarrollo hidrológico representa su fuente de generación más relevante. Para el año 2020 el 46% se generó en base a centrales hidrológicas. En cuanto a las precipitaciones efectivas durante el último año hidrológico (abril 2020 - marzo 2021) se evidenciaron precipitaciones inferiores a un año medio en las principales cuencas del país. Se presentaron los siguientes déficit: Aconcagua: -37% ; Maule: -25% ; Laja -9%; Bío-Bío: -17%; y Chapo: -9%. De todas formas, respecto al 2019, representa un fuerte avance a nivel consolidado (+414% Aconcagua; +75% Maule; +8% Laja; -6% Bío-Bío; -10% Chapo).

Performance Esperado

A nivel consolidado los ingresos de actividades ordinarias para el año 2020 fueron de US\$1.348,9 MM mostrando una disminución en torno al 9% respecto del año 2019. Dicha caída se debe principalmente al término del contrato con SAESA en el 4Q19, y al efecto pandemia, el cual generó una menor demanda de energía producto del Estado de Emergencia. Pese a ello la generación acumulada mostró un avance de un 1% en comparación al 2019, producto de una mayor generación en el sector hidrológico (+477 GWh), dadas las mejores condiciones hidrológicas. Por otro lado, la generación a carbón también se vio aumentada (+261 GWh); no así la generación a gas (-399 GWh) y la generación eólica (-169 GWh). Dicho efecto negativo se espera sea revertido en el año 2021 por una mayor demanda energética, asociada al desconfinamiento, y con ello un aumento en los ingresos por actividades ordinarias.

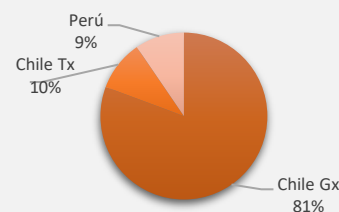
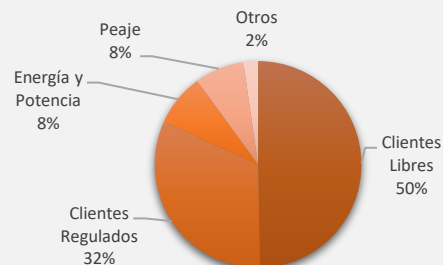
Recomendación	Comprar
Precio Actual (\$)	109,8
Target Price (12m) (\$)	130,0
Rango últ. 52-sem (\$)	97,8 -143,2

Información Actual

Dividend Yield %	17,2%
Upside %	18,4%
Retorno %	35,5%
Número Acciones (MM)	17.536
Market Cap US\$ MM	2.674
Caja US\$ MM	497
Deuda Financiera US\$ MM	1.653
Deuda Financiera Neta US\$ MM	1.156
Interés Minoritario US\$ MM	124
Enterprise Value US\$ MM	3.932
Dólar	720

Información Financiera

	2020	2021e	2022e
EBITDA US\$ MM	683	640	662
Utilidad Neta US\$ MM	89	918	210
P/U	34,2	2,9	12,7
EV/EBITDA	6,7	6,1	5,9

EBITDA Por Segmento (últ. 12 meses)**Ingresos Por Segmento (1Q21)**

A la fecha (02/06/2021), MBI Corredores de Bolsa no posee acciones de Colbún.

MBI Corredores de Bolsa

contacto@mbitrading.cl

Comentario de Mercado - Renta Variable
Recomendación de Inversión
Colbún



junio 02, 2021

Debemos recalcar que ambos segmentos en conjunto, representan un 82% de las fuentes de ingresos de la compañía y el restante 18%, como es visible en el gráfico ingresos por segmento, a los segmentos energía y potencia, peaje y otros. En cuanto al EBITDA de la compañía este alcanzó los US\$137,4 MM para el 1Q21, presentando una disminución de un 20% respecto al 1Q20, explicado por mayores costos y por la menor demanda debido a la pandemia.

El 30 de marzo del presente año se registró como hecho esencial la venta de la filial Colbún Transmisión S.A. Con esto se proyecta un mayor flujo de caja proveniente de la venta a Alfa Desarrollo SpA por la totalidad de las acciones en posesión de la compañía. Dicha transacción asciende a los US\$1.295 MM y se estima que tenga un efecto positivo de US\$930 MM en resultados antes de impuestos para Colbún S.A, considerando ajustes estipulados en el contrato. Colbún Tx opera y es propietaria de 899 kilómetros de líneas de transmisión y 27 subestaciones eléctricas. Dicha filial, además, le reporta un 10% del EBITDA consolidado a Colbún S.A.

En el año 2020 la compañía cerró contratos con clientes por 699 GWh/año, mientras que en 2021 ya ha cerrado contratos por 247 GWh/año. Esto se encuentra principalmente asociado a recontractación de clientes libres actuales que tienen vencimiento en el corto plazo. Se debe tomar en consideración que los nuevos contratos se realizan a precios inferiores a los antiguos, y deberíamos comenzar a ver una tendencia hacia los US\$38-40/MWh en el largo plazo. Dentro de los principales contratos firmados se encuentran Walmart (330 GWh/año por 6 años), Grupo Marina (67 GWh/año por 9 años), Magotteaux (66 GWh/año por 8 años), Sonda (60 GWh/año por 5 años), Grupo Camanchaca (50 GWh/año por 7 años) y Concha y Toro (46 GWh/año por 7 años).

Consideramos que la estabilidad de la compañía en cuanto a sus flujos, y su sólida posición financiera, son fuertes fundamentos para tener una opinión positiva sobre la acción. Además, el 11 de marzo, la compañía fue incluida por primera vez en el "The Sustainability Yearbook 2021" que agrupa al 15% de las empresas de cada industria con el mejor puntaje del Dow Jones Sustainability Index, lo que demuestra el compromiso que posee la compañía para generar una transición hacia la generación de energías mediante fuentes renovables. Por otro lado, la compra de Efizity en septiembre de 2020 (compañía especialista en soluciones energéticas) le otorga una mayor propuesta de valor a Colbún, buscando generar mayores eficiencias energéticas e implementación de soluciones innovadoras en el rubro.

Recomendación

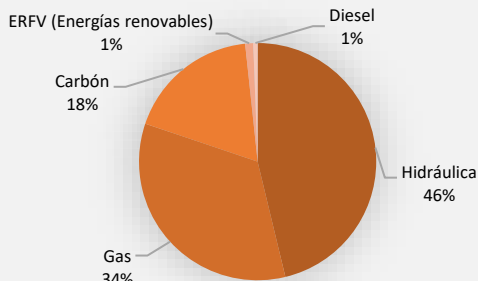
El retorno de la acción en relación al IPSA ha sido inferior, habiendo presentado una caída en su precio de 11,8% en los últimos 12 meses, mientras que en el mismo periodo el IPSA mostró un avance de 17,2%. Para valorizar utilizamos un múltiplo EV/EBITDA de 7,0 para el año 2022, y un P/U de 13,0x para el mismo periodo. Nuestra estimación de EBITDA y utilidad para 2021 es de USD\$640 MM y USD\$918 MM, respectivamente, mientras que para 2022 es de USD\$662 MM de EBITDA y USD\$210 MM de utilidad.

En base a los antecedentes expuestos, nuestra recomendación es de Comprar. Nuestro precio objetivo para Colbún en los próximos 12 meses es de \$130,0, e implica un retorno de 18,4%. A esto le añadimos un retorno estimado por dividendos de 17,2%, por lo que proyectamos un retorno total de 35,5%.

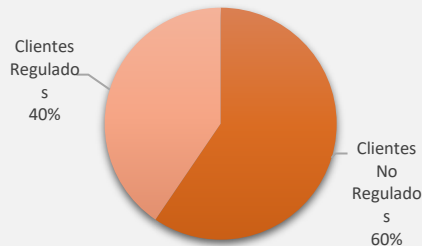
Riesgos a Considerar

- (1) Situación hídrica.
- (2) Cambios regulatorios.
- (3) Potenciales M&A.
- (4) Fallas operacionales de plantas.

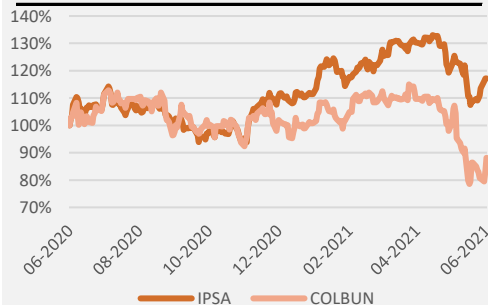
Generación Chile 2020 (GWh)



Distribución de Clientes Chile (2020)



Retorno Relativo



Múltiplos Eléctricas Latinoamericanas

	P/U		EV/EBITDA	
	2020a	2021e	2020a	2021e
Enelgch	-	5,8	-	4,6
Aesgener	-	2,8	25,9	4,3
ECL	7,9	6,2	4,9	4,0
Enel Am	15,0	10,7	6,5	5,3
Promedio	11,5	6,4	12,4	4,5
Colbún	19,0	15,3	9,2	5,6

Fuente: Bloomberg

A la fecha (02/06/2021), MBI Corredores de Bolsa no posee acciones de Colbún.

MBI Corredores de Bolsa

contacto@mbitrading.cl

Este material fue preparado por personal de la Unidad de Estudios de MBI Corredores de Bolsa S.A., solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar algún valor, acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ella sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivos contenidos en este material, son para la o las fecha(s) indicada(s), y pueden ser sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios, proyecciones y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan. Las estrategias presentadas en este material no necesariamente son las más adecuadas para los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales de cada lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo, objetivos de inversión e ingresos disponibles, entre otras consideraciones. Tanto MBI Corredores de Bolsa S.A., como sus empleados y/o clientes, en cualquier momento podrían mantener posiciones cortas o largas en los valores, acciones u otros instrumentos financieros referidos en este material, situación que no necesariamente puede o debe coincidir con las recomendaciones propuestas en el mismo. La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido es de propiedad de MBI Corredores de Bolsa S.A., y no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin mencionar su fuente.

Rating	Parametros*
Compra	Retorno sobre el 10%
Mantener	Retorno entre 2 y 10%
Vender	Retorno menor a 2%

(*)No incluye Dividend Yield