

Informe Security: ENERSIS-AM

Paulina Barahona N. (pabarahona@security.cl)

Julio 2016

RECOMENDACIÓN ENERSIS-AM: SOBREPONDERAR

Precio Objetivo 12-18 meses: \$115

Precio de Mercado : \$112

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE ENERSIS-AM

	2015*	2016 E	2017 E	2018 E
Precio/Utilidad	15,0	8,3	5,8	5,6
FV/EBITDA**	6,3	5,3	4,7	4,6

* Datos proforma

** FV = Pat Bursátil + Interés Minoritario + Deuda Financiera - Caja

VALORIZACIÓN ENERSIS-AM (Millones de Pesos)

Valor Económico Suma de Partes	5.686.987
Caja	801.593
Inv. En Empresa Relacionada	43.003
Valor Deuda Individual Enersis	-277.826
Ajuste Deuda por Tipo de Cambio	-6.104
Valor Económico del Patrimonio	6.247.653
Descuento por Holding (10%)	-624.765
Número de Acciones*	49.093
Dividend Yield	6,7%
Precio de Mercado	112,2
Precio Objetivo 12-18 meses	115

* En millones de acciones

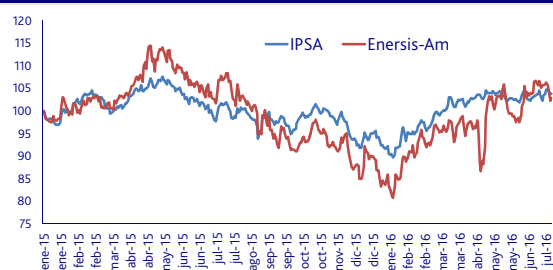
** Valor acción en pesos

EERR EFECTIVO Y PROYECTADO (Cifras en Millones de Pesos)

	2015*	2016 E	2017 E	2018 E
Ingreso por Ventas	5.301.440	5.483.247	5.515.035	5.392.642
Costo de Ventas	-2.777.202	-2.933.347	-2.759.738	-2.650.840
Depreciación y Amort.	-360.354	-479.136	-484.739	-476.569
Gastos de Adm. y Ventas	-909.126	-737.246	-690.635	-639.788
Resultado Operacional	1.254.759	1.333.518	1.579.924	1.625.445
EBITDA	1.615.113	1.812.654	2.064.663	2.102.014
Utilidad Neta	367.829	664.346	946.558	992.021

(*) Datos Proforma

EVOLUCIÓN ENERSIS-AM V/S IPSA



Hemos actualizado nuestra cobertura de Enersis-Am, estimando un precio objetivo de \$115 en un horizonte de 12-18 meses, y una recomendación de Sobreponderar.

Si bien, aunque de acuerdo a nuestro modelo base la acción se encontraría en línea con sus fundamentos, existen algunos importantes sesgos alcistas para este papel que se encuentran en pleno desarrollo, por lo que aún son complejos de cuantificar. Al respecto, nuestra recomendación de Sobreponderar se basa en las interesantes oportunidades de crecimiento inorgánico dentro de la región, en el aumento de la probabilidad de un fuerte incremento tarifario en Argentina y en la eliminación del descuento por *holding* (en nuestro modelo de 10%) en caso que la reestructuración societaria siga su curso.

Las futuras privatizaciones de distribuidoras en Colombia y Perú y la posibilidad de adquirir empresas con problemas financieros en Brasil, constituyen interesantes oportunidades de expansión a través del uso de los recursos provenientes del aumento de capital de 2013. La compañía cuenta aún con unos US\$1.200 millones para nuevas adquisiciones de participaciones minoritarias y operaciones de M&A en Sudamérica.

Respecto a Argentina, en nuestro modelo asumimos que los resultados en distribución se mantienen deprimidos. No obstante, vemos un fuerte sesgo alcista en el caso que la normalización tarifaria propuesta por Macri finalmente se lleve a cabo. A través de múltiplos de empresas de servicios básicos de dicho país, potencialmente Edesur podría representar unos US\$1.530 millones en la valorización (\$10 por acción extras al precio objetivo de nuestro modelo base).

Finalmente, estimamos que los principales riesgos que enfrenta la generadora provienen de un deterioro de las condiciones hídricas en la región, ajustes tarifarios en distribución mayores a los incorporados en el modelo e incertidumbre asociada al proceso de reestructuración.

VALORIZACIÓN ENERSIS-AM

La valorización económica de ENERSIS-AM se basa en un modelo de suma de partes, en función de flujos de caja descontados para cada uno de sus activos. Estimamos un precio objetivo de \$ 115 por acción en un horizonte de 12-18 meses, lo cual es consistente con una recomendación de Sobreponderar.

Si bien, aunque de acuerdo a nuestro modelo base la acción se encontraría en línea con sus fundamentos, existen algunos importantes sesgos alcistas para este papel que se encuentran en pleno desarrollo, por lo que aún son complejos de cuantificar. Al respecto, nuestra recomendación de Sobreponderar se basa en las interesantes oportunidades de crecimiento inorgánico dentro de la región, en el aumento de la probabilidad de un fuerte incremento tarifario en Argentina y en la eliminación del descuento por *holding* (en nuestro modelo de 10%) en caso que la reestructuración societaria siga su curso.

Cuadro 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Pesos)

	2015*	2016 E	2017 E	2018 E
Ingreso por Ventas	5.301.440	5.483.247	5.515.035	5.392.642
Crecimiento (%)		3,4%	0,6%	-2,2%
Costo de Ventas	-2.777.202	-2.933.347	-2.759.738	-2.650.840
Depreciación y Amort.	-360.354	-479.136	-484.739	-476.569
Gastos de Adm. y Ventas	-909.126	-737.246	-690.635	-639.788
Resultado Operacional	1.254.759	1.333.518	1.579.924	1.625.445
Margen Operacional	23,7%	24,3%	28,6%	30,1%
Crecimiento (%)		6,3%	18,5%	2,9%
EBITDA	1.615.113	1.812.654	2.064.663	2.102.014
Margen Ebitda	30,5%	33,1%	37,4%	39,0%
Crecimiento (%)		12,2%	13,9%	1,8%
Utilidad Neta	367.829	664.346	946.558	992.021

(*) Datos Proforma

Fuente: Reportes de la empresa y Estudios Security.

Cuadro 2: VALORIZACIÓN POR SUMA DE PARTES

Activo	Part. Empresa	Valor para Enersis MM\$
Gx Colombia	26,9%	277.619
Gx Perú	62,5%	831.964
Gx Argentina	68,2%	-30.329
Enel Brasil	84,4%	2.171.105
Dx Colombia	48,4%	1.320.967
Dx Perú	75,5%	754.205
Dx Argentina	71,6%	185.758
Otros activos*	-	175.697
		5.686.987

* Incluye activos de generación que no pertenecen a Endesa-Am

Fuente: Reportes de la empresa y Estudios Security.

**Cuadro 3: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA
(Cifras en Millones de Pesos)**

Valor Económico Suma de Partes	5.686.987
Caja	801.593
Inv. En Empresa Relacionada	43.003
Valor Deuda Individual Enersis	-277.826
Ajuste Deuda por Tipo de Cambio	-6.104
Valor Económico del Patrimonio	6.247.653
Descuento por Holding (10%)	-624.765
Número de Acciones*	49.093
<i>Dividend Yield</i>	6,7%
Precio de Mercado	112,2
Precio Objetivo 12-18 meses	115

* En millones de acciones

** Valor acción en pesos

Fuente: Estudios Security.

Cuadro 4: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS

	2015*	2016 E	2017 E	2018 E
Precio/Utilidad	15,0	8,3	5,8	5,6
FV/EBITDA**	6,3	5,3	4,7	4,6

* Datos proforma

** FV = Pat Bursátil + Interés Minoritario + Deuda Financiera - Caja

Fuente: Reportes de la empresa y Estudios Security.

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

Tasa de Crecimiento Nominal a Perpetuidad	Tasa de descuento relevante					
		9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
2,0%		112	109	105	103	100
3,0%		118	113	109	106	103
4,0%		126	120	115	110	107
5,0%		139	130	122	116	112
6,0%		164	146	134	125	119

Fuente: Estudios Security.

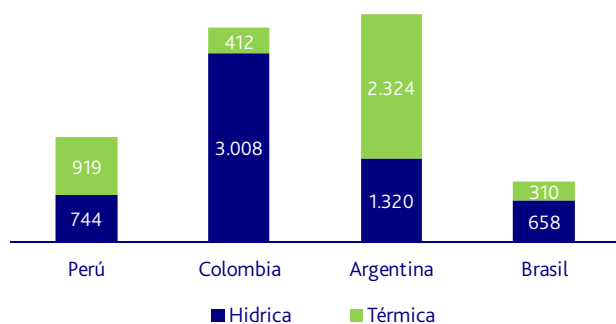
PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

Menor presencia en el negocio de generación eléctrica

Luego de la división de los activos de Endesa entre Chile y Américas, la participación del negocio de generación dentro de Enersis-Am pasó a ser bastante menor (desde un 47% a un 37%), puesto que cerca del 70% de la valorización de Endesa correspondía a Chile. Los activos considerados dentro de Américas incluyen operaciones en Colombia, Perú, Argentina y Brasil, donde en general es líder de mercado (salvo Brasil).

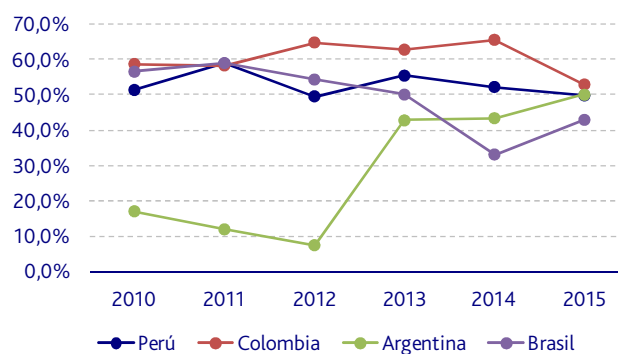
A nivel de capacidad instalada, la compañía continúa con mayor presencia en centrales hídricas (59% del total), subiendo marginalmente respecto a cuando se incluía a Chile. Si bien, en general presenta un relativo equilibrio de generación entre energía térmica e hídrica en cada mercado, el desbalance viene esencialmente de Colombia, donde un 88% de su matriz es hídrica y su capacidad representa un 35% del total (gráfico 1), lo que en la práctica es más relevante si medimos por generación efectiva. Esto mismo implica que Colombia sea el mercado de mayor Margen Ebitda dentro del negocio de generación (gráfico 2).

Gráfico 1: Capacidad Instalada por País (MW)



Fuente: Reportes de la empresa y Estudios Security.

Gráfico 2: Evolución Margen Ebitda por País (Generación)



Fuente: SVS y Estudios Security

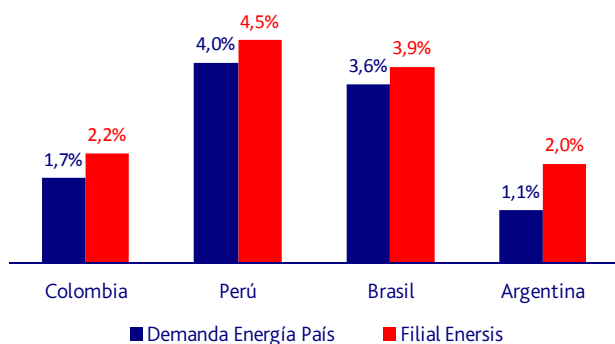
Dejando de lado la baja rentabilidad que aportan los activos en Argentina, sustentado por la vía de subsidios, es justamente Colombia el mercado que condicionaría los resultados de Endesa-Am. Actualmente, este país enfrenta la peor sequía de los últimos 20 años, lo que ha derivado en mayores compras de energía al sistema a precios altos, lo que sin embargo no ha significado menores ventas de energía. Las últimas mediciones de la temperatura superficial del mar en la zona 3.4 del Océano Pacífico se muestran neutrales frente a la presencia de Fenómeno del Niño o Niña, pero las expectativas es que pase a predominar la Niña hacia fines de año, sinónimo de lluvias para el país cafetero.

Diversificación Regional y Operacional

Históricamente, la diversificación de las operaciones de Enersis-Am (con presencia en Colombia, Perú, Argentina y Brasil) ha permitido acotar la debilidad que por momentos ha exhibido alguno de los mercados donde tiene presencia. Es más, como la compañía está inserta tanto en el negocio de generación como de distribución de energía eléctrica (transmisión sólo en Brasil), equilibra así oportunidades de expansión con una demanda con crecimiento estable. Todas estas condiciones han conformado resultados más estables en Enersis-Am si los comparamos con otras empresas dentro del sector, que se concentran mayormente en generación, y están sujetos más que nada a los movimientos de las monedas locales (por efecto de conversión de sus cifras a pesos chilenos).

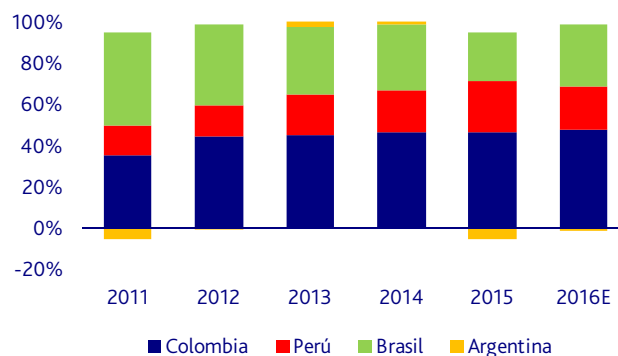
En distribución, el crecimiento promedio de las ventas de energía de los últimos 5 años en sus áreas de concesión ha estado bastante en línea con el incremento promedio de la demanda energética de estos países (gráfico 3). Además, la variación promedio del número de clientes de los últimos 5 años alcanza un promedio entre un 1,1% y un 4,0% al año en sus distintas filiales, una tasa que se mantiene bastante estable independiente del escenario macroeconómico, incorporando entre 350 y 400 mil clientes cada año.

Gráfico 3: Variación Promedio (5Y) Demanda Energía



Fuente: EPE, Cammesa, Minem Perú, Siel, SVS y Estudios Security.

Gráfico 4: Participación por País en el Ebitda



Fuente: SVS y Estudios Security

En los últimos dos años, sus operaciones en Brasil, particularmente sus filiales de distribución Ampla y Coelce, vieron muy presionados sus resultados como consecuencia de una fuerte sequía, especialmente en la zona sureste del país, que derivó en altos costos de compra de energía, producto de alzas muy relevantes en los costos de generación y control de precios, y una desaceleración en las ventas de energía, debido al complejo escenario económico. A su vez, la depreciación del real respecto al peso chileno (de 21,6% en 2015) distorsionó el alza en moneda local de sus precios de venta. En 2016 el escenario hidrológico ha presentado mejoras en varias regiones. Las reservas de agua están al 41% de su capacidad máxima (versus el 31% que alcanzaban hace un año) como promedio en las zonas de operación de Enersis-Am, esto es, Noreste y Sudeste de Brasil (Fuente: ONS). Además, la moneda ha tendido a apreciarse, lo que entrega un mayor optimismo respecto al desempeño de estas firmas en el presente ejercicio.

Por su parte, en los últimos tres años la Secretaría de Energía de Argentina ha decretado diversas resoluciones que han permitido el reconocimiento contable de ingresos con cargo a la Revisión Tarifaria Integral¹ (RTI), cuya fecha de realización no está definida, calculados por el Ente Nacional Regulador de la Electricidad (ENRE). Esto le ha permitido a Edesur (filial de distribución de Enersis-Am en dicho país) recibir unos US\$1.000 millones entre 2013 y 2015, ayudando a mejorar sus resultados. No obstante, esto no se trata de un alza de tarifas, las cuales permanecen congeladas desde 2008, sino que una transferencia de recursos desde el regulador canalizados a través de la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A. (CAMMESA).

Siendo la distribución eléctrica un mercado altamente regulado, las compañías igualmente poseen herramientas para potenciar sus resultados, las que se centran en el aumento en el número de clientes en sus áreas de concesión y mejoras en eficiencia a través de la reducción de las pérdidas de energía. Siendo un monopolio natural, este negocio enfrenta tarifas reguladas con revisiones cada 4 ó 5 años (cada país con periodos de fijación diferentes), por lo que el control de costos es un camino esencial para el alza de los márgenes entre cada proceso.

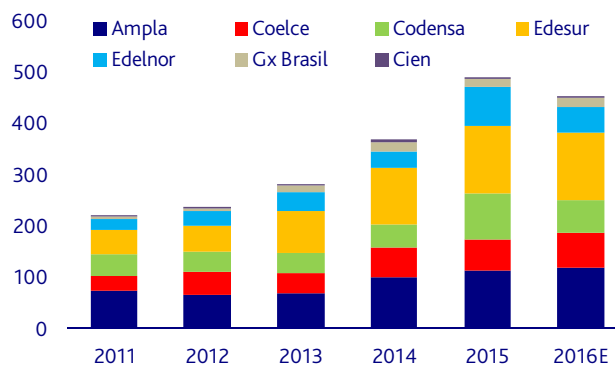
Oportunidades de crecimiento en el negocio de distribución

Las futuras privatizaciones de distribuidoras en Colombia y Perú constituyen oportunidades de expansión para Enersis-Am a través del uso de los recursos provenientes del aumento de capital efectuado en 2013. Lo mismo ocurre con distribuidoras con problemas financieros en Brasil. A la fecha la compañía ha ocupado estos recursos para aumentar su participación en activos donde ya estaba presente. Por ejemplo, la compra del 21% de la propiedad de la generadora Edegel (Perú) significó una inversión por US\$413 millones, mientras que la OPA por la distribuidora Coelce (Brasil) requirió US\$243 millones. Con lo anterior, restarían poco más de US\$1.200 millones (cerca de un 50% de lo recaudado originalmente) para nuevas adquisiciones de participaciones minoritarias y operaciones de fusiones y adquisiciones en Sudamérica.

¹ RTI: Proceso que se origina del "Acta de Acuerdo para la Renegociación del Contrato de Concesión" firmado por empresas distribuidoras en 2006 y el regulador argentino, donde se comprometía un régimen tarifario transitorio, de calidad de servicio y una revisión integral de tarifas para su normalización.

Por otro lado, en cuanto al plan de expansión orgánico anunciado por la firma en 2014 contempla cerca de US\$9.000 millones en nuevas inversiones para el período quinquenal 2014-2018, desglosado aproximadamente entre US\$4.000 millones y 5.000 millones destinados a los negocios de generación y distribución, respectivamente.

Gráfico 5: Desglose Capex Efectivo (mil MM\$)



Fuente: Reportes de la empresa y Estudios Security.

Exposición a eventuales cambios regulatorios

El desarrollo de actividades en varios países de Sudamérica expone a Enersis-Am a eventuales cambios en la regulación local que podrían afectar su operación, aunque la diversificación de sus resultados acota en parte dicho riesgo. Por ejemplo, en Brasil el regulador redujo recientemente el costo de capital exigido (WACC) desde 9,95% a 7,50% en el caso de Ampla, neto de impuestos, lo cual implicó un descenso de 2,6% en sus tarifas. En paralelo, para el caso de Coelce, se aprobó una Revisión Extraordinaria de Tarifas (10% aprox.) debido a los altos costos de la energía por la sequía de 2015.

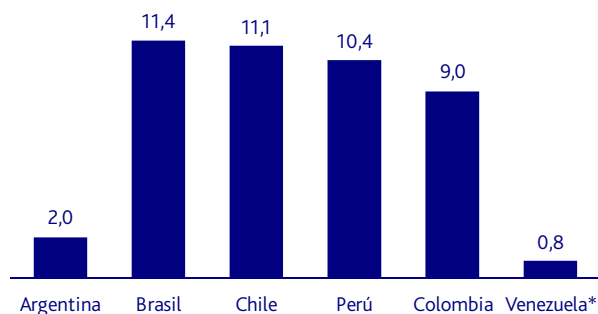
De acuerdo al calendario de revisiones tarifarias, en 2016 sería el turno de Coelce (por un retraso de 2 años en el proceso fijado para 2014, y que es cada 4 años) y en 2017 le correspondería a Edelnor en Perú (que es cada 4 años). Para 2019 sería el proceso de Codensa en Colombia (cada 5 años) y de Ampla (cada 5 años) en Brasil. En nuestro modelo estimamos que en las fechas correspondientes se determinarían disminuciones entre 4% y 8% como consecuencia de reducciones en el riesgo país (lo que implica una menor tasa de rentabilidad exigida en la empresa modelo) y mayores niveles de eficiencia en el sector.

Cambio de Gobierno en Argentina posibilitaría normalización tarifaria

En su búsqueda de disminuir el déficit que arrastra la economía argentina, el presidente Mauricio Macri anunció en febrero un cambio estructural en las tarifas eléctricas al eliminar los subsidios otorgados por el gobierno a parte de la población por este concepto, lo que en la práctica ha implicado para los consumidores alzas cercanas a 300% y 500%. Si bien, esto no implica un aumento efectivo de ingresos para las compañías distribuidoras, es el primer paso para lograr una eventual normalización de precios, que reflejen de mejor manera las condiciones de costos que enfrenta esta industria.

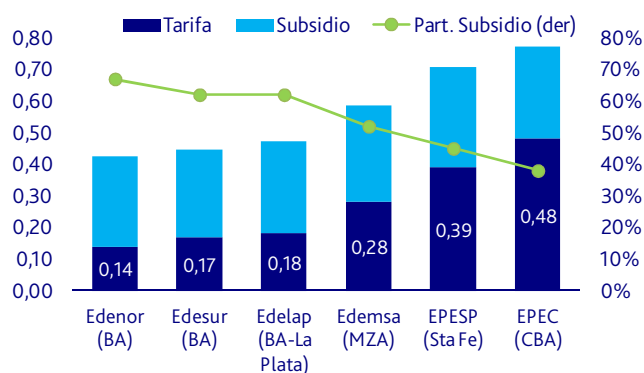
Poniendo en contexto este tema, el congelamiento de tarifas en Argentina ha estado vigente desde 2002 por la Ley de Emergencia Económica, promulgada tras la crisis de 2001 y la devaluación del peso argentino. En ella, los precios de la energía quedaron pesificados y fijos (sólo con escasas variaciones hasta 2008) y estuvieron desligados de los costos de generación y la inflación. Ello significó que Argentina (hasta diciembre de 2015) mantuviera niveles antinaturales de precios al compararlos con otros mercados de la región (gráfico 6), lo que se explica en parte por los subsidios otorgados por el gobierno y, en mayor medida, por la mantención del precio de la energía. En efecto, estimaciones de la agencia KPMG en un informe emitido en mayo de 2016 indican que, de no existir subsidios, la tarifa promedio que abonarían los usuarios del área metropolitana de Argentina sería de ctvos US\$4,9/KWh, un 180% superior a la tarifa subsidiada pero aún lejos de la tarifa de países vecinos.

Gráfico 6: Tarifas Promedio en la Región - 2015 (ctvos US\$/KWh)



(*) Se tomó como referencia las filiales de Enel, salvo en Venezuela
Fuente: SVS, KPMG (en base a ADEERA y ASAP-IAE) y Estudios Security.

Gráfico 7: Tarifas y Subsidios por Región (En pesos argentinos por KWh)



Fuente: KPMG (en base a ADEERA y ASAP-IAE) y Estudios Security.

Esta diferencia es más acentuada en las empresas distribuidoras del Gran Buenos Aires (como es el caso de la filial de Enersis-Am, Edesur), pues son reguladas por el Estado Nacional al reunir cerca del 40% de los usuarios a nivel nacional. Hacia el interior del país las compañías distribuidoras son reguladas por Estados Provinciales, y si bien su política ha sido efectuar algunas alzas de tarifas, mejorando sus condiciones, aún están muy por debajo de condiciones de mercado. Lo anterior marca diferencias muy relevantes según la ubicación geográfica de cada distribuidora (gráfico 7).

Entre 2002 y 2015, de acuerdo al reporte de KPMG, los subsidios a la energía pasaron de unos A\$160 millones (1,4% del total de transferencias del Estado) a cerca de A\$140.000 millones (más de 60% de las transferencias estatales), generando un fuerte déficit fiscal y un deterioro en la economía interna y del sector, el que terminó por descapitalizarse. Sólo los aportes esporádicos del gobierno con cargo a futuras promesas de revisión tarifaria han permitido que estas empresas continúen operando, pero al límite. En este sentido, como en paralelo el consumo ha crecido de manera descontrolada, la calidad del servicio se ha visto muy perjudicada al no contar con recursos para efectuar inversiones en la red.

En nuestro modelo asumimos que las operaciones de Edesur en Argentina se mantienen deprimidas por un sistema tarifario que mantiene artificialmente bajos los precios de la electricidad. Consideramos sólo ajustes tarifarios menores que ayudarían a solventar la operación, pero su aporte a la valorización de Enersis-Am es mínimo. No obstante, vemos un fuerte sesgo alcista en caso que la normalización tarifaria propuesta por Macri finalmente se lleve a cabo.

Los activos de Argentina en nuestro modelo están valorizados en unos US\$220 millones, cifra que ya está ajustada por la participación controladora de Enersis-Am. Sin embargo, al comparar los múltiplos a través de los cuales transan empresas de servicios básicos de dicho país, como Pampa Energía, EDN, Capex y Central Puerto, Edesur podría representar en promedio unos US\$1.530 millones, esto es, unos \$10 por acción extras al precio objetivo de nuestro modelo base (cuadro 6).

Cuadro 6: Valorización de Enersis-Am en base a Valor de Edesur por Múltiplos Comparables

	Ratio Promedio	P. O. Enersis-Am
P/U	9,7x	\$ 124
EV/Ebitda	3,0x	\$ 116
EV/Ventas	6,9x	\$ 134

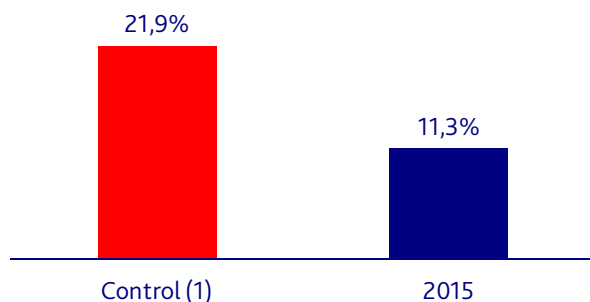
Fuente: Bloomberg, Reportes de empresa y Estudios Security

Efectiva reducción de índice de pérdidas en empresas adquiridas

Como se indicó anteriormente, una de las alternativas que posee una firma distribuidora para mejorar su rentabilidad es controlar de manera efectiva las pérdidas de energía.

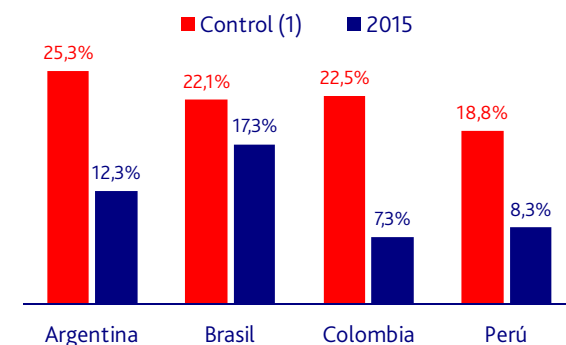
En medio de un agresivo proceso de internacionalización durante la década de los noventa, Enersis-Am alcanzaba niveles de pérdidas que superaban el 20% a nivel consolidado (gráfico 8). Posteriormente, tras fuertes campañas de control de mermas, ya sea por fiscalización, aplicación de multas y, más recientemente, por cambios tecnológicos, a nivel agregado muestra niveles de pérdidas de 11,3% (cierre de 2015), con una consistente baja desde dicho periodo. En este sentido, los activos que muestran mayores desafíos son los ubicados en Brasil. Por ejemplo, Ampla muestra pérdidas cercanas al 20%. Es una distribuidora ubicada en Río de Janeiro, donde la presencia de las favelas y de un mecanismo de obtención de energía culturalmente irregular ha requerido mayores esfuerzos de parte de la compañía para mitigar estos costos. La telemedición y cableado eléctrico protegido han rendido algunos frutos, pero la débil situación económica actual impone nuevos retos para continuar mejorando esta variable.

Gráfico 8: Pérdidas de Energía– Activos Enersis



(1) Pérdidas promedio al momento que Enersis tomó el control.
Fuente: Presentación corporativa y Estudios Security.

Gráfico 9: Pérdidas de Energía por País

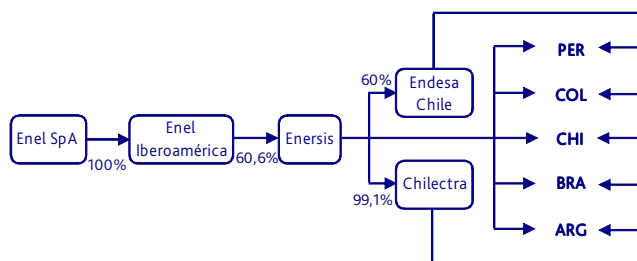


(1) Pérdidas promedio al momento que Enersis tomó el control.
Fuente: Presentación corporativa y Estudios Security.

Nuevos antecedentes de la reestructuración societaria

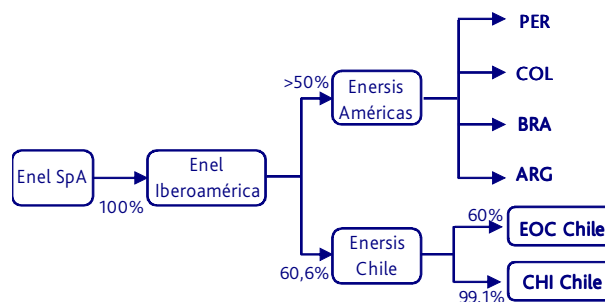
Como mencionamos en nuestro informe de Endesa de marzo pasado, desde abril de 2015 se encuentra vigente el proceso de separación de los activos del grupo Enel (controlador de Enersis) entre Chile y el resto de Latinoamérica, que busca simplificar la estructura societaria del holding (gráficos 10 y 11).

Gráfico 10: Estructura Previa a la Propuesta



Fuente: Presentación empresa y Estudios Security.

Gráfico 11: Estructura Objetivo



Fuente: Presentación empresa y Estudios Security.

En diciembre se aprobó la separación de los activos de Enel entre Chile y Américas, la que en bolsa se hizo efectiva en abril de este año. En esa oportunidad también se fijaron acuerdos de transacción y condiciones suspensivas para la operación. De manera resumida: (1) para la OPA que Enel realizará por Endesa Américas (paso necesario para una futura fusión de sus activos "Américas") se estableció un precio de \$285 por acción; (2) se determinó una razón de canje de 2,8 acciones de Enersis Américas por cada acción de Endesa Américas² y de 5,0 acciones de Enersis Américas por cada acción de Chilectra Américas; (3) de obtener la aprobación en las juntas de accionistas, el porcentaje de derecho a retiro no debe ser mayor a 7,78% en el caso de Endesa y 10% en Enersis (y Enel no quede controlando más del 65%); (4) y, en relación al desarrollo de proyectos, Enel propuso un *joint venture* con Endesa Chile por hasta el 40% en los futuros proyectos que efectúe su filial Enel Green Power (enfocada a ERNC).

La operación vivió un momento sorpresivo en marzo pasado cuando la Corte de Apelaciones de Santiago acogió una reclamación de ilegalidad interpuesta por AFP Habitat contra la SVS, entidad que no había calificado esta reestructuración societaria como operación entre partes relacionadas (OPR). Al revertirse este fallo, de modo de cumplir la norma que rige las OPR, se hicieron necesarias valorizaciones independientes de los activos, que los directorios ya solicitaron, y al momento de someterse a la discusión de los respectivos directorios, sólo tendrán voto aquellos directores de carácter independiente. Lo anterior eventualmente podría modificar los acuerdos logrados a fines de 2015. En tanto, para cumplir los plazos estipulados por el regulador, se espera que la junta de accionistas que votará la fusión de activos se efectúe en agosto de este año, de modo de concretar el proceso en el tercer trimestre.

De cara a los accionistas de la antigua Enersis, los efectos de la división de empresas y futura simplificación de los activos Américas no tendrían otro beneficio que eliminar el descuento que el mercado le asignaba al holding por el hecho de participar en negocios y mercados tan dispares. **Por ende, de efectuarse la simplificación de los activos Américas, este descuento por holding de 10% aplicado en nuestro modelo no debiera incorporarse, generando un sesgo alcista.** Chile y Américas presentan cualidades de riesgo y crecimiento bastante dispares, lo que condiciona a los futuros accionistas de estas acciones. En el caso particular de Enersis-Am, destacamos las interesantes opciones de *upside* en los mercados de Argentina y Brasil, la primera por el posible cambio regulatorio mencionado previamente, y la segunda, por oportunidades de compra que se habrían reactivado tras la reducción de valorizaciones de los últimos tres años y la vulnerabilidad financiera que presentarían algunas firmas, junto a la mejora climática.

² Nuestro modelo estima un ratio de canje entre 2,6 y 2,9 acciones de Enersis Américas por 1 de Endesa Américas, lo que depende de la aplicación o no de un descuento por holding.

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- La depreciación sobre activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.
- La caja utilizada es una estimación en base a la información provista en los últimos estados financieros presentados por Enersis Américas (marzo 2016). La deuda financiera también es según el último detalle reportado por la compañía, más un ajuste por la porción de deuda expresada en dólares (15%), considerando las expectativas de largo plazo depreciación del peso chileno frente a esta moneda.
- En materia tributaria, se asumió que la tasa de impuestos en Chile alcanza paulatinamente un 27% en 2018, en línea con la Reforma Tributaria. Lo mismo se aplica en Perú, con una tasa de impuestos de 26% a partir de 2019, y en Colombia, con un impuesto de 34% desde 2019. Por último, consideramos una tasa de 35% para Argentina y 34% para Brasil.
- Las proyecciones consideran un precio promedio para el petróleo WTI en torno a US\$40 por barril durante 2015, manteniéndose por debajo de US\$45 por barril hasta el final de la década. Por su parte, en el negocio de distribución, el crecimiento en ventas físicas está indexado a los siguientes supuestos de crecimiento en el PIB:

PIB	2016 E	2017 E
Brasil	-2,8%	1,0%
Chile	2,1%	2,5%
Colombia	4,0%	4,0%
Perú	5,5%	5,5%
Argentina	1,5%	3,0%

Fuente: Estudios Security

- A partir de 2025 se estimó que los flujos de caja crecerían a una tasa nominal anual de 4%.
- El precio objetivo incorpora un descuento por holding de 10% con respecto al valor patrimonial de la suma de partes.
- El tipo de cambio de cierre utilizado para 2016 asciende a \$680. Para las operaciones de Perú y Colombia se proyectaron relaciones de cambio estables en los niveles actuales frente al peso chileno. Se incluye una depreciación de 15% para este año en el peso argentino y una apreciación cercana al 10% en el caso del real.
- La tasa de costo de capital (WACC) ocupada para el descuento de flujos, así como las variables empleadas para su cálculo, se presentan en el Cuadro N°7.

Cuadro 7: ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL DE ENERSIS-AM EN PESOS

Datos WACC	ARGENTINA	BRASIL	COLOMBIA	PERÚ
Tasa Libre de Riesgo	13,5%	9,4%	6,4%	5,6%
Premio Riesgo Accionario	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Tasa Mercado	19,5%	15,4%	12,4%	11,6%
Beta	0,85	0,85	0,85	0,85
Deuda Financiera Sobre Activos	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Patrimonio sobre Activos	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%
Costo de la Deuda	9,6%	8,5%	7,5%	6,7%
Costo del Patrimonio	18,6%	14,5%	11,5%	10,7%
WACC Nominal	14,9%	11,8%	9,5%	9,0%

Fuente: Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Dalibor Eterovic M.	Economista Jefe	deterovic@security.cl	(562) 25844540
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cguzman@security.cl	(562) 25844075
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jcariola@security.cl	(562) 25842392
Gabriel Correa I.	Analista Senior Renta Fija Internacional	gacorrea@security.cl	(562) 25843017
Constanza Pérez S.	Subgerenta de Estudios Renta Variable	cperezs@security.cl	(562) 25844998
Juan José Ayestarán N.	Jefe de Estudios	jayestaran@security.cl	(562) 25842390
Luis Felipe Galleguillos M.	Analista Senior Commodities e Industria	lgalleguillos@security.cl	(562) 25842391
Paulina Barahona N.	Analista de Inversiones	pabarahona@security.cl	(562) 25842049
Maximiliano Cuevas P.	Analista de Inversiones	mcuevas@security.cl	(562) 25845533
Sebastian Hartmann E.	Analista de Inversiones	shartmann@security.cl	(562) 25844985
Francisca Castillo C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	fcastillo@security.cl	(562) 25844572
Aldo Lema N.	Economista Asociado	alema@security.cl	(562) 25844540

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: hv_Security