



**VALORACIÓN DE EMPRESA AJ
TRANSMISORA DE ENERGÍA S.A.
Mediante Método de Múltiplos**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Nicolás Bustamante A.
Profesor Guía: Aldo Bombardiere R.**

Santiago, Enero 2016

Contenido

RESUMEN EJECUTIVO	3
METODOLOGIA DE VALORACIÓN	4
METODOLOGÍA DE MÚLTIPLOS.....	4
DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....	9
DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	12
ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	13
ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	15
VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA MEDIANTE MÚLTIPLOS.....	23
CONCLUSIÓN	29
Método de Múltiplos.....	29
ANEXOS	30

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene por finalidad la valoración de la empresa AJ Transmisora de Energía S.A., cuyo origen fue la adjudicación de la construcción y operación de un Proyecto de Líneas de Transmisión Eléctrica ubicado en la zona central de Chile. Dicho proyecto al momento de la valorización se encontraba en etapa de construcción y a partir de septiembre del año 2015 comenzó su operación comercial definitiva.

La empresa pertenece en un 51% aproximadamente a un holding de concesiones eléctricas español y en un 49% a un fondo de pensiones holandés.

AJ S.A. se constituyó en el año 2010 y desarrolla su actividad en el sector energético de nuestro país, específicamente enfocada al negocio de transmisión eléctrica, tal como se mencionó anteriormente.

Inicialmente el presente informe describirá la empresa y la Industria en la cual se encuentra inmersa, para luego ahondar en la metodología utilizada para realizar la valoración de la empresa.

Esta metodología de valoración empleada es la siguiente:

- I. La metodología de Múltiplos, donde se calcula el valor de la empresa a través de la aplicación de índices financieros obtenidos de otras empresas comparables.

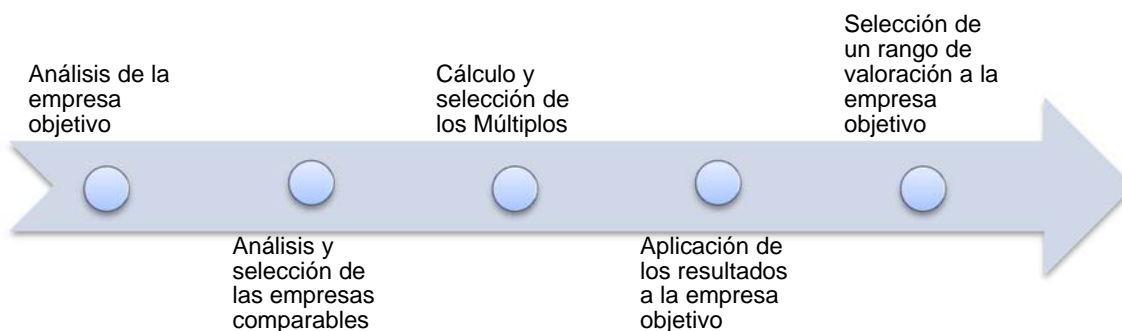
Además, el trabajo contempla la realización de un diagnóstico de la empresa, sus características principales y su relación con la industria. Posteriormente se procederá a la realización de un análisis financiero y el desarrollo de la metodología de valoración mencionada, para concluir finalmente con la exposición de los resultados, proyecciones financieras y la determinación del precio de la acción.

METODOLOGIA DE VALORACIÓN

Lo primero es determinar que se entiende por “Valoración de Empresa”, para ello citaremos la siguiente definición: “La valoración de una empresa es el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen su patrimonio, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada”¹. No existe un valor absoluto y único para una realidad económica, aunque existe un valor razonable.

METODOLOGÍA DE MÚLTIPLOS

El método de valoración por Múltiplos consiste en valorar una empresa con objeto de hallar su valor de mercado por analogía del valor de mercado de otras empresas comparables².



- i) **Análisis de la empresa objetivo:** El primer paso consiste en realizar un estudio de la empresa objetivo. Se buscan las características más representativas de la empresa en estudio para que pueda ser posible una comparación con empresas semejantes.

¹ http://www.altair-nconsultores.com/images/stories/publicaciones/LIBRO_VALORACIÓN.pdf

² <http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/FN-0462.pdf>

Algunos aspectos a analizar:

- ✓ Actividad que desarrollo (Análisis de productos y servicios que ofrecen)
- ✓ Nacionalidad
- ✓ Historia de la compañía
- ✓ Características del sector (proveedores, clientes, competidores, marco legal y posicionamiento dentro del mismo (participación de mercado).
- ✓ Estructura de propiedad (accionistas)
- ✓ Análisis de los estados financieros de los últimos periodos
- ✓ Política de la empresa (a nivel estratégico, financiero, recursos humanos, etc)
- ✓ Participación en otras empresas, alianzas estratégicas, etc.

ii) Selección de las empresas comparables: Este grupo de empresas debería ser seleccionado de forma que coincidan el mayor número de características posibles con la empresa de estudio.

Factores relevantes para la selección de compañías semejantes:

- ✓ Deben ser compañías que coticen en bolsa
- ✓ Deben realizar la misma actividad que la empresa objetivo
- ✓ Tener un tamaño similar
- ✓ Tener perspectivas de crecimiento similar
- ✓ Tener cifras de rentabilidad similar
- ✓ Tener una posición competitiva equivalente
- ✓ Debe tener un mismo mix de negocio y/o productos

Es importante destacar que nunca podremos hallar compañías que cumplan todos estos aspectos, y en muchos casos es necesario ampliar el rango de los estos criterios para poder incluir más empresas en este segmento de comparación.

Respecto a la cantidad optima de empresas, no existe una definición exacta, ya que dependerá de la existencia o no de un gran número de compañías comparables y a la disponibilidad de obtener información.

Pueden analizarse los resultados históricos de las compañías comparables y de la empresa objetivo (como ventas, margen operacional, margen neto, tasa de crecimiento de beneficio para los últimos años, apalancamiento, etc.) para determinar cuáles son las más indicadas.

iii) Calculo y selección de los múltiplos:

Los ratios más usados son los siguientes:

Ratio	Explicación
Beneficio Neto	Beneficio neto o beneficio después de impuestos
BPA	Beneficio neto por acción
BAIT	BAIT Beneficio antes de interese e impuestos (EBIT = «earnings before interest and tax»)
BAAIT	Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (EBITDA = «earnings before interest, tax, depreciation, and amortization»)
Cash Flow Operativo (CF)	EBIT + amortización y depreciación
Valor en Libros	Valor en libros Capital social (valor nominal) + reservas (excluye acciones preferentes) (BV = «Book Value»)
Valor del Capital (VC)	Valor del capital (VC) Capitalización bursátil (con efecto dilución)
Valor de la Empresa (VE)	Valor de la empresa (VE) Capitalización bursátil (con efecto dilución) + acciones preferentes + deuda neta + intereses minoritarios (FV = «Firm Value»)
Deuda Neta	Deuda neta Deuda a CP + deuda a LP + leasing financiero – caja – activos líquidos
Recursos Permanentes	Recursos permanentes Deuda neta + intereses minoritarios + pasivo a LP + capital social + reservas + acciones preferentes
DPA	DPA Dividendo por acción

a) $PER = \text{Capitalización bursátil/beneficio neto o PPA/BPA}$:

Es quizás el ratio más importante, pues es al que los inversores y el mercado en general prestan mayor atención. Aplicando este ratio obtenemos el valor del capital de la empresa.

Para estimar el valor de toda la empresa se ha de sumar el valor de la deuda neta. Es importante tener en cuenta que el resultado obtenido por el PER se verá influido por el nivel de apalancamiento. Así, por ejemplo, si la empresa objetivo tiene menos deuda que sus comparables, obtendremos un menor valor del capital, por lo que podríamos considerar añadir una prima al valor obtenido a través del PER. Esta prima se justifica porque la empresa objetivo tendría un menor riesgo, una menor tasa de descuento y, por consiguiente, un mayor valor. El múltiplo debe aplicarse a bases de beneficios comparables (se ha de tener en cuenta la política de amortización, capitalización de gastos, etc.). Si la compañía obtiene ingresos procedentes de otras fuentes distintas a su actividad, como pueden ser retornos de otras inversiones, etc., éstos deben excluirse del cálculo del PER.

b) $VE/BAIT = \text{Valor de la empresa /beneficio antes de intereses e impuestos}$:

Al contrario que el PER, con éste se puede ignorar el grado de apalancamiento al calcular el múltiplo del BAIT, ya que su resultado no se verá distorsionado, pero es importante tener en cuenta los diferentes principios de contabilidad que las diferentes compañías puedan aplicar para calcular el BAIT.

Se considera que el ratio $VE/BAAIT$ da mejores resultados.

c) $VE/BAAIT = \text{valor de la empresa/beneficio antes de amortización, intereses e impuestos}$:

Los resultados obtenidos de este ratio se consideran buenos para aplicar a empresas cíclicas. Además, este ratio es empleado para comparar empresas de diferentes países.

Al igual que el ratio anterior, es independiente del grado de apalancamiento.

d) Precio/valor en libros («Price»/«Book Value») = capitalización bursátil/fondos propios, o cotización/valor contable por acción:

Es un ratio muy útil para analizar empresas muy intensivas en capital, aunque su principal problema se relaciona con la falta de acuerdo para identificar algunos pasivos que ciertas compañías consideran como recursos propios y otras como recursos ajenos.

e) VE/ventas = valor de la empresa/ventas:

Es muy útil para empresas con márgenes similares, pero si la rentabilidad de las empresas comparables es muy variable, el ratio es inadecuado.

Para hallar los múltiplos a aplicar a la empresa objetivo se utiliza algunas veces la media o la mediana del total de empresas comparables de las que se dispone información.

iv) Aplicación de los resultados a la empresa objetivo: Una vez que hemos calculado y seleccionado los múltiplos, para posteriormente llegar a un rango de valores adecuado. El siguiente paso es, por tanto, multiplicar esos ratios por los datos correspondientes de la empresa objetivo, para poder así hallar la información deseada.

Es importante señalar que esta metodología es muy rápida de aplicar, pero no por eso esta exenta de riesgos, como la selección de empresas comparables o la dispersión de la información y ratios que pueden presentar.

Por esta razón, más que llegar a un valor definitivo, se debe asumir esta metodología como una comparación de nuestra empresa objetivo v/s empresas de referencia, y analizar si está infra o sobre valorada.

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

AJ S.A. es una sociedad anónima cerrada que posee los derechos de explotación y ejecución de la obra de transmisión de energía denominada “Línea Ancoa - Alto Jahuel 2x500 kV: Primer Circuito”. Dicha obra fue licitada por el Centro Económico de Despacho del Sistema Interconectado Central (CEDEC - SIC), y fue adjudicada mediante proceso de licitación internacional el 24 de noviembre de 2009, en el marco del plan de expansión del Sistema de Transmisión Troncal del Sistema Interconectado Central (“SIC”).

El capital de la empresa está constituido al 30 de junio de 2016, por 40.805.552 acciones, las cuales están en poder en aproximadamente un 99% por CR Chile y en 0,1% E.

El Proyecto desarrollado por la empresa comprendió el estudio, diseño, construcción, operación y mantenimiento de la línea de transmisión Ancoa-Alto Jahuel, para lo cual se invirtieron 130 millones de dólares. Esta nueva línea permitirá la interconexión entre la subestación eléctrica Ancoa, ubicada en la comuna de Colbún, Región del Maule, y la subestación de Alto Jahuel, ubicada en la comuna de Buin, Región Metropolitana de Santiago. El sistema de transmisión cuenta con una capacidad de 500 kV y una longitud aproximada de 255 kilómetros, asegurando el transporte de energía desde los centros de generación hacia los centros de consumo, favoreciendo el suministro de electricidad. El inicio de la construcción del Proyecto comenzó en abril de 2010.

Mercado Eléctrico en Chile

El mercado eléctrico³ en Chile está compuesto por las actividades de; generación, transmisión y distribución de suministro eléctrico. Estas actividades son desarrolladas por empresas que son controladas en su totalidad por capitales privados, mientras que el Estado sólo ejerce funciones de regulación, fiscalización y de planificación indicativa de inversiones en generación y transmisión, aunque esta última función es sólo una recomendación no forzosa para las empresas.

³ http://antiguo.minenergia.cl/minwww/opencms/14_portal_informacion/la_energia/electricidad.html

Participan de la industria eléctrica nacional un total aproximado de 40 empresas generadoras, 10 empresas transmisoras y 31 empresas distribuidoras, que en conjunto suministran una demanda agregada nacional que en el 2008 alcanzó los 53.127,4 gigawatts-hora (GWh). Esta demanda se localiza territorialmente en cuatro sistemas eléctricos (SING, SIC, Aysén y Magallanes).

El principal organismo del Estado que participa en la regulación del sector eléctrico en Chile es la Comisión Nacional de Energía (CNE), quien se encarga de elaborar y coordinar los planes, políticas y normas necesarias para el buen funcionamiento y desarrollo del sector energético nacional, velar por su cumplimiento y asesorar a los organismos de Gobierno en todas aquellas materias relacionadas con la energía.

Sistemas Eléctricos

Existen en Chile cuatro sistemas eléctricos interconectados. El Sistema Interconectado del Norte Grande (SING), que cubre el territorio comprendido entre las ciudades de Arica y Antofagasta con un 28,06% de la capacidad instalada en el país; el Sistema Interconectado Central (SIC), que se extiende entre las localidades de Taltal y Chiloé con un 71,03% de la capacidad instalada en el país; el Sistema de Aysén que atiende el consumo de la Región XI con un 0,29% de la capacidad; y el Sistema de Magallanes, que abastece la Región XII con un 0,62% de la capacidad instalada en el país.

La coordinación de la operación de las centrales generadoras y las líneas de transmisión es efectuada en cada sistema eléctrico por los Centros de Despacho Económico de Carga (CDEC)⁴. Estos organismos están constituidos por las principales empresas generadoras y transmisoras de cada sistema eléctrico.

El sector de transmisión está más concentrado que el de generación, lo que significa que existen menos actores.⁵

La compañía más grande de este segmento es Transelec. Su sistema de transmisión que se extiende a lo largo de 2.900 kilómetros entre la ciudad de Arica y la Isla de

⁴ http://antiguo.minenergia.cl/minwww/opencms/03_Energias/Otros_Niveles/Electricidad/Mercado_electricidad/transmision.html

⁵ http://www.economiaynegocios.cl/especiales/especial_energia/Sector_electrico1b.html

Chiloé, incluye una participación mayoritaria de las líneas y subestaciones de transmisión eléctrica troncal de los dos mayores sistemas interconectados de Chile, el SIC y el SING.

Otra empresa de este segmento es CGE Transmisión, filial de CGE (Compañía General de Electricidad). Esta empresa opera en el SIC y está dedicada al ámbito eléctrico de la subtransmisión, por lo que dispone de líneas de transporte y subestaciones de poder que permiten a los generadores suministrar energía a distribuidores y clientes finales.

También participan del sector transmisión Transemel (que opera en el SING) y Edelnor, la cual participa en esta actividad en las regiones I y II, además de hacerlo en generación y distribución.

DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

AJ Transmisora de Energía S.A. al ser una empresa relativamente nueva (nace el año 2010), tiene una estructura de financiamiento que ha ido evolucionando a través del tiempo. En un comienzo, la empresa se financió 100% con patrimonio, desde el año 2010 al 2012.

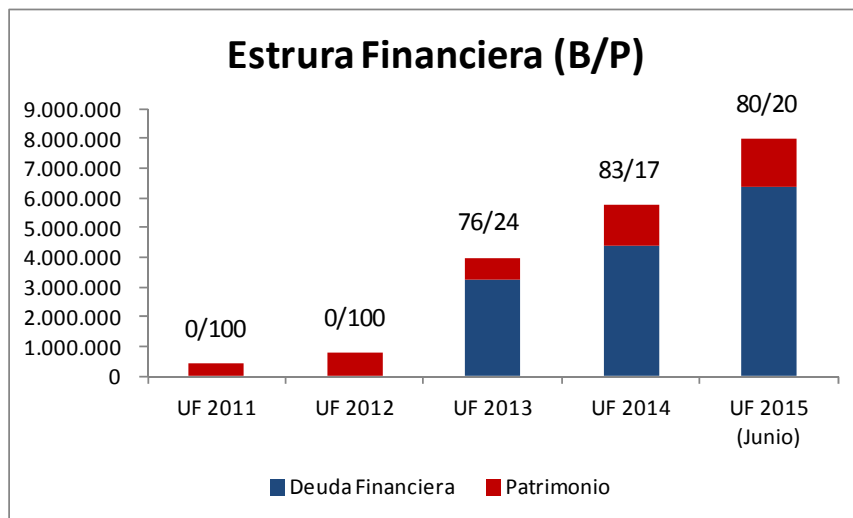
V _{S/D}	P _{S/D}
------------------	------------------

Durante Enero del año 2013, la empresa contrata un crédito sindicado para financiar el 80% de la inversión en el proyecto “Línea Ancoa - Alto Jahuel 2x500 kV: Primer Circuito”.

El valor del patrimonio económico de la empresa es igual al valor del Patrimonio contable, esto debido a que la empresa no cuenta con información de precios a valores de mercado del patrimonio.

	UF 2011	UF 2012	UF 2013	UF 2014	UF 2015 (Junio)
Deuda Financiera	0	0	3.271.967	4.395.161	6.364.051
Patrimonio	455.132	777.934	688.352	1.360.668	1.608.169
B/V	0%	0%	83%	76%	80%
P/V	100%	100%	17%	24%	20%

Nota: Los valores están expresados en UF



La empresa a la fecha se ha financiado con Equity y deuda bancaria, no ha emitido bonos.

ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para determinar la Estructura de Costo de Capital de la compañía, se han definido las siguientes variables:

B (Deuda Económica)

P (Patrimonio Económico)

$V = B+P$

	2011	2012	2013	2014	2015 (Junio)
B	0	0	3.271.967	4.395.161	6.364.051
P	455.132	777.934	688.352	1.360.668	1.608.169
V	455.132	777.934	3.960.319	5.755.830	7.972.220

Nota: Los valores están expresados en UF

En base a estos valores, podemos observar que:

Deuda Económica: Tal como se puede apreciar, la deuda económica de la compañía (generada por un crédito sindicado) se contrató durante el año 2013, dicho contrato implicó una exigencia, la cual fue que B/V sea 0,75; éste fue el objetivo que se persiguió hasta mediados del año 2014 e inicios del 2015 donde se firmó una modificación al contrato de financiamiento que contemplo un cambio en la estructura de B/V de modo de llegar a 0,8.

	2011	2012	2013	2014	2015 (Junio)
(B/V)	0,00	0,00	0,83	0,76	0,80

Patrimonio Económico: Tal como se mencionó anteriormente, la estructura financiera de P/V , obedece a una empresa relativamente nueva que en un comienzo fue

financiada en un 100% con patrimonio y que posteriormente fue cambiando su estructura de financiamiento debido a la existencia del Project Finance.

	2011	2012	2013	2014	2015 (Junio)
(P/V)	1,00	1,00	0,17	0,24	0,20

Finalmente la composición de B/V se puede observar que durante el año 2013 llega al máximo apalancamiento, pues la deuda económica de la empresa es 4,75 veces el patrimonio (B/P), dicha estructura de deuda disminuye un poco durante el 2014 alcanzando 3,23 veces el patrimonio y finalmente durante el primer semestre de 2015, alcanza 3,96 veces el patrimonio.

	2011	2012	2013	2014	2015 (Junio)
(B/P)	0,00	0,00	4,75	3,23	3,96

Para la determinación de la estructura de capital objetivo de la compañía, se evaluaron varias estrategias como: Estructura de capital promedio, Estructura de capital máxima, Estructura de capital mínimo, etc; sin embargo, escogimos aquella que se alinea a las exigencias del Contrato de Crédito de Financiamiento, la cual justamente coincide con la estructura de Capital Promedio y que indica que la deuda financiera es 3,98 veces el patrimonio de la compañía.

	Promedio
B/V	0,80
P/V	0,20
B/P	3,98

ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA Y DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para la determinación del Costo de Capital de la compañía, utilizaremos la fórmula de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC), la cual se define como:

$$K_0 = K_p \left(\frac{P}{V} \right) + K_B (1 - T_C) \left(\frac{B}{V} \right)$$

En la cual K_p corresponde a la tasa de Costo de Capital de la compañía y K_b corresponde al costo económico de la deuda de la compañía.

K_b : Para la determinación de K_b y debido a que nuestra empresa no transa en Bolsa, ni tiene Emitida Deuda en forma de bonos, una buena aproximación que utilizaremos para obtenerla, será el costo de su deuda financiera que actualmente tiene con bancos en el crédito sindicado. Dicho crédito sindicado se compone de tres tasas distintas:

Tramo Crédito	Monto en USD al 30/06/2015	Monto en UF al 30/06/2015	%
a) Tramo Dólar (Deuda Senior)	63.262.595	1.618.196	25%
b) Tramo UF/PESOS (Deuda Senior)	146.516.656	3.747.755	59%
c) Crédito Tramo IVA (Pasivo Corriente)	39.020.245	998.100	16%
	248.799.495	6.364.051	100%

Nota: Cabe mencionar que la deuda en pesos que la compañía mantiene, se encuentra convertida a UF mediante un instrumento de derivado Cross Currency Swap, el cual le permite aparte de fijar una cierta tasa para el crédito, convertir el 100% de la deuda en pesos a deuda en UF.

Las tasas a las cuales se obtuvo el financiamiento por cada una de las monedas es el que a continuación se indica:

	Tasa	Spread	Tasa Final
Libor 180	0,445%	4,25%	4,69%
Tasa ICP Cámara	3,010%	3,30%	6,31%
TAB Nominal	3,840%	1,0%	4,84%

Dado que la mayor parte de la deuda corresponde a UF (un 59% de la deuda total), hemos considerado que la tasa de costo económico de deuda más significativa es la tasa en UF, es decir, nuestro **Kb es: 4,84%**.

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda, el beta de la deuda de AJ es:

$$(\beta^{Deuda}) = \frac{(K_B - R_F)}{PRM}$$

Kb	4,84%
Rf	1,96%
PRM	6,76%
Beta Deuda	0,4260

Kp: Para la obtención del costo patrimonial, utilizaremos CAPM:

$$K_p = R_F + PRM * \beta_P^{C/D}$$

Para calcular el Beta Patrimonial con Deuda, utilizamos la siguiente fórmula de Rubinstein, pues estamos ante la presencia de una deuda riesgosa.

Sin embargo, dado que AJ Transmisora de Energía S.A. no transa en Bolsa, no cuenta con un Beta patrimonial, lo cual nos lleva a escoger una empresa de referencia.

Para la obtención de una empresa de referencia, para ello lo que hicimos fue buscar en la página de la Asociación Chilena de Empresas Eléctricas⁶, todas aquellas que existen en Chile, el siguiente paso fue extraer todas las empresas que se dedican a la Distribución y a la Transmisión Eléctrica, pues aquellas que son generadoras, presentan riesgos distintos y no resultan comparables. Es así como obtuvimos el siguiente listado de empresas nacionales.

Empresas Transmisoras y Distribuidoras Chilenas	
EMPRESAS TRANSMISIÓN	INTERCHILE (Pertenece al grupo ISA) GRUPO SAESA STS (Grupo Saesa) TRANSELEC TRANSELEC NORTE TRANSEMEL (Grupo CGE) TRANSNET (Grupo CGE)
EMPRESAS DE DISTRIBUCIÓN	CONAFE (Grupo CGE) CGE Distribución CHILECTRA CHILQUINTA ENERGÍA EEPA EDELAYSÉN ELECTRICA DE COLINA ELCDA (GRUPO CGE) ELIQUISA (GRUPO CGE) ENERGIA CASABLANCA (FILIAR CHILQUINTA) EMELECTRIC (GRUPO CGE) EMELARI (GRUPO CGE) EMELAT (GRUPO CGE) FRONTEL (GRUPO SAESA) LITORA (GRUPO CHILQUINTA) LUZ ANDES (GRUPO CHILECTRA) LUZ LINARES (FILIAR CHILQUINTA) EDELMAG (GRUPO CGE)

⁶ <http://www.electricas.cl/companias-asociadas/>

Posteriormente, buscamos en la Bolsa de Comercio de Chile, y hallamos que sólo CGEDISTRO y CHILECTRA transan en Chile, sin embargo, no tienen una presencia bursátil que nos permita obtener un beta significativo.

	Presencia Bursátil (%)					
	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015
CGE Distribución	0,56	1,67	0	0	0	0
CHILECTRA	8,33	11,67	7,78	5	3,33	2,22

El segundo paso consistió en buscar en el mercado extranjero, empresas que sean similares, y es así como llegamos a "Elecnor S.A.", la cual es dueña de parte del holding al cual pertenece AJ Transmisora de Energía S.A.

Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

ENO	2011	2012	2013	2014	2015
Beta de la Acción	0,315	0,076	0,274	0,351	0,442
p-value (significancia)	0,002	0,367	0,085	0,004	0,022

Para que un coeficiente sea estadísticamente significativo el valor obtenido en la columna "Probabilidad" (el llamado p-valor) debe ser menor a 0,05. Como se puede ver, para el periodo de 2012 y 2013 el p-value no es significativo. Finalmente llegamos a la Empresa española REE, considerando que Elecnor tiene otros negocios que afectan su Riesgo, en cambio REE se dedica sólo a la Transmisión de Energía, lo que coincide con el rubro a la cual se dedica la empresa que estamos valorando.

Los resultados obtenidos para REE fueron los siguientes:

REE	2011	2012	2013	2014	2015
Beta de la Acción	0,783	0,542	0,726	0,787	0,616
p-value (significancia)	0,0000	0,0001	0,0000	0,0000	0,0004

Donde el p-value de la acción sí es significativo.

El siguiente paso fue tomar los beta de la acción de REE (ver tabla anterior) y desapalancarlos para posteriormente aplicarles la estructura de Capital de AJ Transmisora de Energía S.A.

Para desapalancar REE usaremos:

$$\left(\beta_p^{C/D}\right) = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - Tc) \left(\frac{B}{P}\right) \right]$$

$$\left(\beta_p^{S/D}\right) = \frac{\beta_p^{C/D}}{\left[1 + (1 - Tc) \left(\frac{B}{P}\right) \right]}$$

B (Empresa REE): Dado que REE no tienen bonos emitidos, la deuda de la compañía se obtuvo a través de sus estados financieros.⁷

P (Empresa REE): Será igual al N° de acciones de la empresa al cierre de cada año por el precio de la acción a dicha fecha.⁸

⁷ <http://www.ree.es/es/publicaciones/informacion-financiera>
<https://www.cnmv.es/Portal/consultas/DatosEntidad.aspx?nif=A-78003662>

⁸ <https://www.cnmv.es/Portal/consultas/DatosEntidad.aspx?nif=A-78003662>

	2011	2012	2013	2014	2015	
Beta Apalancado REE	0,783	0,542	0,726	0,787	0,616	
B (Empresa REE)	133.086.000	153.754.000	121.203.000	161.450.000	394.123.000	Montos en Euros
P (Empresa REE)	4.472.702.550	5.045.571.000	6.560.595.000	9.903.116.700	9.723.207.600	Montos en Euros
B/P	0,030	0,030	0,018	0,016	0,041	
Tc	30%	30%	30%	30%	30%	
Beta Desapalancado	0,767	0,530	0,717	0,778	0,599	

Tomando el Beta desapalancado de la empresa de referencia, lo utilizaremos para incorporarlo en la estructura de Capital de AJ Transmisora y luego apalancarlo, de esa manera obtenemos así el Beta patrimonial con deuda de AJ.

$$\left(\beta_p^{S/D}\right) = \frac{\beta_p^{C/D}}{\left[1 + (1 - T_c)\left(\frac{B}{P}\right)\right]}$$

	2011	2012	2013	2014	2015	
Beta Desapalancado	0,77	0,53	0,72	0,78	0,60	
B (Empresa AJTE)	0	0	3.271.967	4.395.161	6.364.051	Montos en UF
P (Empresa AJTE)	455.132	777.934	688.352	1.360.668	1.608.169	Montos en UF
B/P	0,00	0,00	4,75	3,23	3,96	
Tc	20%	20%	20%	21%	23%	
Beta Apalancado AJTE	0,77	0,53	3,44	2,76	2,43	

De la misma manera obtenemos el Beta Patrimonial sin deuda de AJ Transmisora de Energía.

	2011	2012	2013	2014	2015
Beta Pat. c/deuda	0,767	0,530	3,441	2,763	2,434
Tc	20%	20%	20%	21%	23%
B/P	0,000	0,000	4,753	3,230	3,957
Beta Pat. Sin Deuda	0,77	0,53	0,72	0,78	0,60

Al comparar ambos betas patrimoniales, se puede observar hasta el año 2013 los betas patrimoniales con y sin deuda de la compañía son iguales, pero desde dicho año, cuando la empresa contrata el crédito sindicado, el beta con deuda comienza a incrementarse.

Al aplicar el Beta Patrimonial con deuda a la estructura patrimonial objetivo de la empresa, llegamos al siguiente resultado:

$$K_p = R_f + PRM * \beta_p^{C/D}$$

	2015
Beta Pat. s/deuda	0,60
Tc	27%
B/P	4,000
Beta de la deuda	0,426
Beta Pat. Con Deuda	1,10

Luego volviendo al cálculo de Kp, mediante CAPM, obtenemos por costo patrimonial:

$$\left(\beta_p^{C/D}\right) = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - T_c) \left(\frac{B}{P}\right) \right]$$

Beta con deuda	1,10
Rf	1,96%
PRM	6,76%
Ajuste por riesgo de liquidez	3,00%
Kp	12,41%

Ko: Finalmente Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC), el costo de capital para su AJ Transmisora de Energía es:

$$K_0 = K_p \left(\frac{P}{V} \right) + K_B (1 - T_C) \left(\frac{B}{V} \right)$$

Kp	12,41%
P/V	0,2
Kb	4,84%
Tc	27%
B/V	0,8
K0	5,31%

VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA MEDIANTE MÚLTIPLOS

De acuerdo a la metodología plateada inicialmente en este informe, procederemos a estimar el valor de la empresa mediante el método de Múltiplos.

Para eso, lo primero que debemos hacer es conocer la información de nuestra empresa objetivo, AJ Transmisora de Energía S.A.

AJ es una sociedad anónima cerrada, por lo que las acciones que dispone están distribuidas entre las sociedades que aportaron capital para su creación (Celeo Redes Chile y Elecnor S.A.), esto implica que existen ratios para la determinación de algunos múltiplos que no serán útiles, como los que se relacionan con el precio de mercado de la acción.

Otro aspecto que debemos considerar, y que se mencionó en un apartado anterior, es que la empresa recién en septiembre el 2015 comenzó su operación comercial definitiva, por lo que no contamos con resultados concretos al periodo de evaluación 30 de junio de 2015. Para subsanar este inconveniente, se ha decidido extrapolar la información del 2016 para realizar nuestro análisis, teniendo presente que las cifras del 2016 corresponden a un forecast de resultado.

En el siguiente cuadro se puede visualizar de mejor forma el análisis respecto a la proyección de resultados que se espera para AJ de aquí al año 2020.

La mayoría de estas cifras se basan en las condiciones definidas en las bases de licitación para el proyecto adjudicado, por lo que podemos inferir que tanto los ingresos como muchos gastos operaciones no debiesen alejarse de esta proyección.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos Operacionales en UF	141.471	769.285	810.023	810.590	817.348	801.010
<u>Costos Fijos</u>						
O&M AJTE 1C	-35.400	-35.400	-35.400	-35.400	-35.400	-35.400
O&M AJTE 2C	-11.604	-11.604	-11.604	-11.604	-11.604	-11.604
Gastos Generales SPE 1C	-25.068	-25.068	-25.068	-25.068	-25.068	-25.068
Gastos Generales SPE 2C	-8.748	-8.748	-8.748	-8.748	-8.748	-8.748
Seguros AJTE 1C	-13.961	-13.783	-14.330	-14.617	-14.909	-15.207
Seguros AJTE 2C	-5.042	-4.978	-5.175	-5.279	-5.384	-5.492
<u>Costos Variables</u>						
Indisponibilidad	-707	-2.600	-2.668	-2.668	-2.689	-2.636
Tasa CEDEC	-212	-1.141	-1.172	-1.172	-1.181	-1.158
Total Gastos Operacionales	-100.743	-103.322	-104.166	-104.555	-104.983	-105.313
<u>Gastos de Administración y Ventas</u>						
Servicios externos contratados (asesorías)	-2.619	-2.844	-3.189	-3.514	-3.863	-3.750
Gastos Varios Viajes	-868	-943	-1.057	-1.165	-1.281	-1.243
Impuesto Municipal	-14.152	-14.152	-14.152	-14.152	-14.152	-14.152
Total Gastos Administración y Ventas	-17.640	-17.940	-18.399	-18.831	-19.296	-19.146
EBITDA	23.088	648.023	687.459	687.204	693.069	676.551
<u>Depreciaciones</u>						
Depreciación Obra 1° Circuito	-28.574	-112.841	-115.017	-115.203	-115.137	-111.783
Depreciación Obra 2° Circuito	0	-58.052	-59.171	-59.267	-59.233	-57.508
<u>Gastos Financieros</u>						
Interes deuda AJTE 1C	-91.428	-206.406	-209.098	-206.272	-201.882	-43.447
Interes deuda AJTE 2C		-114.216	-135.157	-141.186	-146.697	-50.480
Withholding tax en Operación AJTE 1C	-1.681	-1.727	-1.713	-1.644	-1.547	-214
Withholding tax en Operación AJTE 2C	0	-679	-811	-858	-881	-303
<u>Diferencias de cambio</u>						
Diferencias de Tipo de Cambio	364.147	-69.024	-36.409	-36.008	-35.426	-35.426
EBIT (Ganancia antes de Impuestos)	265.553	85.078	130.082	126.767	132.267	377.390
Impuesto a la Renta	-59.749	-20.419	-33.171	-34.227	-35.712	-101.895
Resultado Final	205.803	64.659	96.911	92.540	96.555	275.495

Posteriormente, y en base a la estimación de resultados, establecemos los ratios más representativos para nuestra empresa.

Indicadores para la Empresa

ITEM CONTABLE	2016	
UTILIDAD POR ACCIÓN	-	
EBITDA	648.023	<i>Valores expresados en UF</i>
EBIT	85.078	<i>Valores expresados en UF</i>
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	2.140.073	<i>Valores expresados en UF</i>
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	8.720.581	<i>Valores expresados en UF</i>
VENTAS POR ACCIÓN	-	
VENTAS	769.285	<i>Valores expresados en UF</i>

A continuación se debe seleccionar las empresas de la industria más representativas. Para este caso, y debido a lo específico y regulado del mercado energético en Chile, se decidió optar por las empresas Transnet (CGE) y Transelec para realizar la determinación de múltiplos de la industria, las cuales mantienen una importante cuota de mercado en el negocio de transmisión eléctrica del país.

	MM\$ Chilenos		MM\$ Chilenos		M Euro		MM\$ Colombianos	
	TRANSNET (CGE)		TRANSELEC		REE		EEB	
	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
Ingresos Operación	45,480	43,210	139,595	121,952	992,991	938,021	341,466	1,008,613
Costos Operación	-10,012	-9,554	-19,915	-19,671	-252,710	-243,352	-45,353	-59,993
Ebitda	35,468	33,656	119,680	102,281	740,281	694,669	296,113	948,620
Depreciación y Amortización	-9,619	-9,236	-25,231	-22,468	-233,176	-209,376		
Ebit	25,849	24,420	94,449	79,813	507,105	485,293		
Patrimonio	388,691	332,851	803,468	795,224	2,583,034	2,262,436	10,060,858	10,120,795
Pasivo	264,406	236,617	1,380,843	1,333,197	8,132,486	7,393,129	3,054,873	2,796,113
Patrimonio + Pasivo	653,097	569,468	2,184,312	2,128,421	10,715,520	9,655,565	13,115,731	12,916,908
Resultado	17,167	14,230	43,122	24,543	309,152	290,620	208,252	930,735
Núm. Acciones	91,153,921	91,153,920	1,000,000	1,000,000	135,270,000	135,270,000	9,181,177,017	9,181,177,017
Ganancia por Acción	188	156	43,122	24,543	2.29	2.15	22.68	101.37
	\$ Chilenos	\$ Chilenos	\$ Chilenos	\$ Chilenos	Euros	Euros	\$ Colombianos	\$ Colombianos
Precio Acción	-	-	-	-	71.88	66.80	1,590.00	1,590.00
	\$ Chilenos	\$ Chilenos	\$ Chilenos	\$ Chilenos	Euros	Euros	\$ Colombianos	\$ Colombianos

Paso siguiente es la determinación de los múltiplos de la industria en base a los datos que disponemos.

Múltiplos de la Industria	TRANSNET (CGE)		TRANSELEC		REE		EEB		PROMEDIO	
	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
Market Price per share/Earnings per share					31.45	31.09	70.10	15.68	50.77	23.39
(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBITDA*	18.23	16.60	17.91	19.89	23.37	23.23	57.76	16.96	19.84	19.17
(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBIT**	25.02	22.87	22.70	25.49	34.11	33.25			27.27	27.20
Market Value of Equity/Book Value of Equity	1.00	1.00	1.00	1.00	3.76	3.99	1.45	1.44	2.61	2.72
(Market Value of Equity + Market Value of Debt)/(Book Value of Equity + Book Value of Debt)	0.99	0.98	0.99	0.97	1.65	1.69	1.32	1.30	1.24	1.24
(Market Value of Equity)/Revenues	8.55	7.70	5.76	6.52	9.79	9.63	42.75	14.47	8.03	9.58
(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/Revenues	14.22	12.93	15.36	16.69	17.42	17.20	50.09	15.95	15.66	15.69

Los múltiplos podemos resumirlos en el siguiente cuadro, en base a las cifras del primer semestre del 2014 y primer semestre del 2015, considerando un promedio general para ambos periodos.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2014	2015	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	23.39	50.77	37.08
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	19.17	19.84	19.50
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	27.20	27.27	27.24
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2.72	2.61	2.66
	VALUE TO BOOK RATIO	1.24	1.24	1.24
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	9.58	8.03	8.81
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	15.69	15.66	15.68

Un antecedente adicional, es que todas empresas seleccionadas tienen la misma cualidad que nuestra empresa AJ, son transmisoras de energía, pero existen 2 empresas que operan en el mercado chileno, Transnet y Transelec, que no cotizan en bolsa. En cambio, Red Eléctrica Española (REE) y Empresas de Energía de Bogotá (EEB), sí lo hacen, pero no tienen participación en el mercado nacional.

Finalmente, de estos múltiplos, sólo consideraremos los que presentan mayor relevancia para la valoración de nuestra empresa, descartando aquellos que pueden inducir a errores o no aportan información por no disponer de cifras.

Muestra de eso, y en base al antecedente adicional, los múltiplos relativos a precio de mercado de la acción no son relevantes para este análisis, por lo que descartamos su uso.

Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa UF (EV)	Pat= EV-Deuda-Caja	Precio Acción	
		Patrimonio UF	Precio en UF	Precio en CLP
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-	-	-	-
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	12,638,010	6,116,505	0.150	3,913
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	2,317,491	-4,204,014	-0	-2,690
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	5,698,780	-822,726	-0	-526
VALUE TO BOOK RATIO	10,788,031	4,266,526	0.105	2,730
PRICE TO SALES RATIO (PS)	-	-	-	-
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	12,060,411	5,538,906	0.136	3,544

CONCLUSIÓN

Método de Múltiplos

En cuanto a la aplicación de esta metodología de Múltiplos, y basándonos en que el mercado de transmisión eléctrico en Chile es acotado y las 2 empresas más representativas tienen la misma cualidad que AJ, no cotizan en bolsa, tuvimos que acudir a empresas internacionales que si tuvieran presencia bursátil, para tener un enfoque más amplio.

De todas maneras tenemos presente y recalcamos que pueden existir factores que no se asimilen a la realidad de nuestra empresa, por ejemplo diferencias en la normativa, tamaño, proyecciones de crecimiento, etc.

Finalmente, utilizando la información financiera disponible se definió considerar los siguientes Múltiplos, los cuales mantuvieron una simetría en sus resultados.

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa UF (EV)	Patrimonio UF	Precio en UF	Precio en CLP
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	12,638,010	6,116,505	0.150	3,913
VALUE TO BOOK RATIO	10,788,031	4,266,526	0.105	2,730
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	12,060,411	5,538,906	0.136	3,544

Por consiguiente, el rango de valoración de la empresa AJ Transmisora de Energía se encuentra en un rango aproximado de 12.000.000 UF con un precio de acción estimado en un rango de \$3.000 a \$3.400.

Finalmente, es importante recalcar que ambos métodos son complementarios y no excluyentes, que permitieron estimar un valor de una empresa que en el último trimestre del 2015 comienza con su operación comercial normal en un sector que está muy regulado como el sector energético y que las variables que determinan los resultados están muy acotados según las bases de licitación que fueron aceptadas.

ANEXOS

Anexo 1: Estados Financieros AJ Transmisora de Energía

Valor UF/USD	0,026	0,025	0,023	0,021	0,023
ESTADOS FINANCIEROS CLASIFICADOS					
Activos	UF 2015 (Junio)	UF 2014	UF 2013	UF 2012	UF 2011
Activos corrientes					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	243.686	26.210	46.086	15.844	98.674
Otros activos financieros corrientes	0	0	0	77.623	69.563
Otros Activos No Financieros, Corriente	0	0	0	0	0
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	892.753	600.436	474.407	567	186
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	11.741	156.162	0	0	159.435
Inventarios	0	0	0	0	0
Activos biológicos corrientes	0	0	0	0	0
Activos por impuestos corrientes	0	0	9	261.175	12.925
Total de activos corrientes	1.148.180	782.809	520.502	355.209	340.784
Activos no corrientes					
Otros activos financieros no corrientes	84.184	258.021	43.594	0	0
Otros activos no financieros no corrientes	0	0	0	0	0
Derechos por cobrar no corrientes	0	0	0	63	0
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, No Corriente	0	0	0	0	0
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	0	0	0	0	0
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.107.538	810.891	650.590	347.623	42.665
Plusvalía	0	0	0	0	0
Propiedades, Planta y Equipo	5.778.356	3.864.748	2.747.894	1.325.016	74.454
Activos biológicos, no corrientes	0	0	0	0	0
Propiedad de inversión	0	0	0	0	0
Activos por impuestos diferidos	91.418	88.547	56.343	18.702	8.058
Total de activos no corrientes	7.061.496	5.022.207	3.498.422	1.691.404	125.177
Total de activos	8.209.675	5.805.016	4.018.924	2.046.613	465.961
Pasivos	UF 2015 (Junio)	UF 2014	UF 2013	UF 2012	UF 2011
Pasivos corrientes					
Otros pasivos financieros corrientes	998.100	646.515	527.147	0	0
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	(52.104)	16.520	44.136	4.749	2.841
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	267.766	4.421	14.472	950.012	0
Otras provisiones a corto plazo	99	0	11	210	792
Pasivos por Impuestos corrientes	21.694	28.252	(11)	0	0
Beneficios a los empleados	0	0	0	0	0
Otros pasivos no financieros corrientes	0	0	0	21	326
Total pasivos corrientes	1.235.555	695.709	585.754	954.992	3.959
Pasivos no corrientes					
Otros pasivos financieros no corrientes	5.365.951	3.748.647	2.744.821	0	0
Pasivos no corrientes	0	0	0	0	0
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, no corriente	0	0	0	309.421	5.054

Otras provisiones no corrientes	0	0	0	4.266	0
Pasivo por impuestos diferidos	0	0	0	0	0
Beneficios a los empleados no corrientes	0	0	0	0	1.817
Otros pasivos no financieros no corrientes	0	0	0	0	0
Total de pasivos no corrientes	5.365.951	3.748.647	2.744.821	313.687	6.870
Total pasivos	6.601.506	4.444.355	3.330.574	1.268.679	10.829

Deficit de patrimonio neto atribuible a los controladores

Capital emitido	1.700.006	1.516.773	927.142	865.644	500.894
Ganancias (pérdidas) acumuladas	155.331	83.299	(155.653)	(87.710)	(45.762)
Primas de emisión	0	0	0	0	0
Acciones propias en cartera	0	0	0	0	0
Otras participaciones en el patrimonio	0	0	0	0	0
Otras reservas	(247.167)	(239.404)	(83.137)	0	0
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	1.608.169	1.360.668	688.352	777.934	455.132
Participaciones no controladoras		0	0	0	0
Total deficit de patrimonio neto	1.608.169	1.360.668	688.352	777.934	455.132
Total de patrimonio y pasivos	8.209.675	5.805.024	4.018.927	2.046.613	465.961

Estado de Resultados Integrales

	UF 2015 (Junio)	UF 2014	UF 2013	UF 2012	UF 2011
Ganancia (Pérdida)					
Ingresos de actividades ordinarias	0	0	0	0	0
Costo de ventas	0	0	0	0	0
Ganancia bruta	0	0	0	0	0
Ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	0	0	0	0	0
Pérdidas que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	0	0	0	0	0
Otros ingresos, por función	30.858	54.491	0	0	0
Costos de distribución	0	0	0	0	0
Gasto de administración	(49.717)	(36.865)	(39.278)	(57.808)	(32.371)
Otros gastos, por función	(33.215)	(78.931)	(40.751)	(2.690)	(1.677)
Otras ganancias (pérdidas)	0	(193)	(166)	(84)	23
Ingresos financieros	384	2.815	2.659	2.753	1.118
Costos financieros	(1.579)	(184)	(3.658)	(63)	(955)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0	0	0	0	0
Diferencias de cambio	144.418	406.920	0	126	(12.436)
Resultado por unidades de reajuste	(598)	(27.178)	3.943	0	0
Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	90.551	320.875	(77.252)	(57.766)	(46.298)
Gasto (Ingresos) por impuestos a las ganancias	(21.694)	(67.440)	15.540	11.347	6.754
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	68.856	253.435	(61.712)	(46.418)	(39.544)

Estado Flujo de Caja**Estado Flujo de Efectivo**

Flujos de Efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación	UF 2015 (Junio)	UF 2014	UF 2013	UF 2012	UF 2011
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios					
Intereses recibidos	(899,15)	(31.807,00)	(121.511,37)	(27.674,54)	
Otros pagos por actividad de operación	81,51	2.315,92	720,20	2.752,74	
Otras entradas (salidas) de efectivo	(3.993,53)	0,00	(67,52)	(150.644,49)	
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	0,00	(13.205,70)	(19.512,94)	(189,12)	
	(4.811)	(42.697)	(140.372)	(175.755)	0
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión					
Préstamos a entidades relacionadas					
Cobro préstamos a entidades relacionadas	11.726,98	11.505,71	0,00	0,00	0,00
Importes procedentes de la venta de propiedades, plata y equipo	0,00	468,11	21.223,42	0,00	0,00
Compras de propiedades, planta y equipo	(188.436,64)	(982.691,04)	(1.659.590,16)	(814.329,21)	(118.912,34)
Compras de activos intangibles	(1.928,67)	(355.519,02)	(429.307,18)	(309.168,98)	(95.204,39)
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	(178.638,33)	(1.326.236,24)	(2.078.634,48)	(1.123.498,19)	(214.116,73)
	(357.277)	(2.652.472)	(4.146.308)	(2.246.996)	(428.233)
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación					
Importes procedentes de la emisión de acciones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	0,00	482.254,28	0,00	413.689,24	420.175,55
Importes procedentes de préstamos de corto	438.361,99	986.731,59	3.100.441,84	0,00	0,00
Total Importes procedentes de préstamos	(22.082,73)	328.540,97	146.290,78	819.519,50	0,00
Pago por disminución de patrimonio	416.279	1.315.273	3.246.733	819.519	0
Pagos de préstamos a entidades relacionadas	0,00	0,00	(319.724,13)	0,00	0,00
Otras entradas (salidas) de efectivo	(36,89)	0,00	(686.441,37)	0,00	0,00
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	(135.248,90)	0,00	0,00	0,00	0,00
Incremento Neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	281.030	1.797.527	3.246.733	1.233.209	420.176
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	97.543,97	428.593,83	35.289,84	(66.044,87)	12.273,17
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo					
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	(2.672,23)	(452.837,12)	(6.166,72)	(7.144,53)	(9.897,72)
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	94.872	(24.243)	29.123	(73.189)	86.168
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período	207.236,79	50.457,59	16.969,73	89.033,44	12.506,06

Anexo 2: Definición de Project Finance

El Project Finance es una técnica de financiación de inversiones cuyo fundamento es la capacidad del proyecto para generar flujos de caja positivos y no la solidez y solvencia de los patrocinadores, que son quienes proponen la idea de negocio que constituye el proyecto que hay que financiar. Por tanto, la financiación del proyecto no depende tanto del valor de los activos que los patrocinadores están dispuestos a poner como garantía del proyecto, como de la capacidad del proyecto para pagar de la deuda contraída y remunerar el capital invertido.

De esta forma, podrían citarse los siguientes rasgos distintivos de un Project Finance:

- El deudor es una sociedad creada por los patrocinadores para desarrollar el proyecto. Esta entidad es financiera y jurídicamente independiente del patrocinador.
- Los prestamistas aportan los recursos ajenos siendo su única garantía los flujos de caja y los activos del proyecto.
- Los riesgos del proyecto se asignan de manera equitativa entre todas las partes que participan en la transacción, con el objetivo de conseguir una mejor gestión y control de los mismos.
- Los flujos de efectivo generados deben ser suficientes para cubrir los gastos operativos y devolver el capital e intereses de la deuda. Dado que este es el destino prioritario de los flujos de tesorería, sólo los fondos residuales que quedan después pueden destinarse al pago de dividendos a los patrocinadores.

Anexo 3: Cifras financieras de las empresas seleccionadas para la metodología de Múltiplos

	TRANSNET (CGE)		TRANSELEC		REE		EEB	
	<i>M\$ Chilenos</i>		<i>M\$ Chilenos</i>		<i>M Euros</i>		<i>MM\$ Colombianos</i>	
	30-06-15	30-06-14	30-06-15	30-06-14	30-06-15	30-06-14	30-06-15	30-06-14
ACTIVOS CORRIENTES								
Efectivo y equivalentes al efectivo	65,502	18,021	20,997,119	32,923,354	384,153	139,317	268,881	745,047
PASIVOS CORRIENTES								
Otros pasivos financieros corrientes	1,639,565	1,448,868	42,374,640	163,211,223	1,418,655	1,194,289	33,623	268,986
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	6,353,695	24,594,261	47,466,133	69,524,610	530,836	341,796	526,844	358,072
Pasivos por impuestos corrientes, corriente	0	0	202,957	6,554	0	0	22,973	14,387
PASIVOS NO CORRIENTES								
Otros pasivos financieros no corrientes	169,670,942	163,504,877	1,245,510,655	1,029,659,277	4,991,269	4,681,165	2,107,257	1,552,778
Pasivo por impuestos diferidos	80,335,062	36,203,479	25,628,270	10,104,245	493,967	604,717	81,427	36,636
Cuentas por pagar	0	0	0	0	524,149	415,126	1,799	1,884
Deuda de Mercado	257,999,264	225,751,485	1,361,182,655	1,272,505,909	7,958,876	7,237,093	2,773,923	2,232,743