

“VALORIZACIÓN ENGENIERÍA ENERGÍA”
MEDIANTE MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA
DESCONTADOS

VALORACIÓN PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Domingo Pucci Diaz

Profesor Guía: Aldo Bombardiere

Santiago, Mayo de 2019

Contenido

Resumen Ejecutivo	5
Capítulo 1: Metodología	6
Capítulo 2: Descripción de la empresa e Industria	7
Identificación de la empresa	7
Tipo de operación	7
Filiales	7
ELECTROANDINA S.A.	7
CENTRAL TERMOELÉCTRICA ANDINA S.A.	8
INVERSIONES HORNITOS S.A.	8
TRANSMISORA ELÉCTRICA DEL NORTE S.A. (TEN)	8
EDELNOR TRANSMISIÓN S.A.	8
GASODUCTO NOR ANDINO SpA	8
GASODUCTO NOR ANDINO ARGENTINA S.A.	8
ALGAE FUELS S.A.	9
DESERT BIOENERGY S.A.	9
12 Mayores Accionistas	9
Descripción de la industria	9
Principales empresas comparables	10
Enel Chile S.A.	10
Colbún S.A.	11
AES Gener S.A.	12
Capítulo 3: Descripción del financiamiento de la empresa	14
Engie 5,625% 15/01/2021	14
Engie 4,5% 29/01/2025	15
Capítulo 4: Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	17
Deuda Financiera	17

Patrimonio Económico	17
Estructura de capital objetivo	17
Capítulo 5: Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa y Costo de Capital de la Empresa	19
Costo Patrimonial de la Empresa	19
Costo de Capital de la Empresa	19
Costo de la Deuda (k_b)	¡Error! Marcador no definido.
Beta de la Deuda (β_b)	20
Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)	21
Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)	¡Error! Marcador no definido.
Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)	22
Costo Patrimonial (k_p)	22
Costo de Capital (k_0)	23
Estructura de Capital Objetivo	23
Capítulo 6: Análisis Operacional del Negocio e Industria	24
Análisis de Costos de Operación	24
Análisis de cuentas no operacionales	25
Análisis de Activos	25
Análisis de Crecimiento de la empresa	26
Por Producto:	26
Por tipo de contrato:	27
Análisis de Crecimiento de la Industria	28
AES Gener:	29
Colbun:	29
Enel Chile:	30
Industria	30
Perspectivas de crecimiento de la Industria	31

Capítulo 7: Proyección de EERR	32
Proyección de la demanda	32
Proyección de los Ingresos	33
Proyección de Costos de Operación	34
Proyección Resultado No Operacional	35
EERR Proyectado	36
Capítulo 8: Proyección de Flujos de Caja Libre	38
Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles	38
Inversión en Reposición.	38
Nuevas Inversiones de Activo Fijo	39
Inversión en capital de trabajo	40
Activos Prescindibles	41
Deuda financiera de la empresa	42
Capítulo 9: Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción	43
Capítulo 10: Conclusiones	45
Anexos	46
Bibliografía	46
Información de respaldo y cálculos	46
Activos Engie al 30 de Septiembre de 2018	47
Pasivos y Patrimonio Engie al 30 de Septiembre de 2018	48
EERR Consolidados Engie al 30 de Septiembre de 2018	49
Otros Resultados Integrales Consolidados Engie al 30 de Septiembre de 2018	50

Resumen Ejecutivo

Engie Energía participa en los mercados de generación, transmisión, suministro de electricidad, transporte de gas e infraestructura portuaria. Sus clientes principales provienen de la minería, sector industrial, distribución eléctrica en el norte del país. Engie es el 4to mayor generador de electricidad en Chile, y en cuanto a transmisión es el 3er operador del país con 2.293 KM de líneas eléctricas, teniendo Chile 4.329 KM de largo continental. En 2017 tuvo ingresos por US\$1.054MM, ganancias por US\$101MM y el 52,76% de su propiedad es controlada por el grupo francés ENGIE.

La empresa se encuentra en una posición ventajosa respecto a su competencia al tener gran parte de su capacidad instalada contratada por más de 12 años. Esto le da estabilidad y certeza a la empresa en sus flujos, pudiendo así proyectar planes de inversiones a largo plazo y protegiéndola de cambios a futuro en los precios de mercado de la energía.

El presente documento tiene como objetivo realizar una estimación del valor económico de la empresa Engie Energía a través del método de Flujos de Caja Descontados. A través de este método llegamos a que el valor del patrimonio económico de la compañía al 30 de septiembre de 2018 es de UF\$70.646.340 lo que dividido por el número de acciones nos da el valor de CLP \$1.266 por acción. Como referencia el valor de la acción ese mismo día en la Bolsa de Comercio de Santiago fue de CLP\$1.260, un 0,44% inferior al precio estipulado a través del método de flujos de caja descontados.

Se extiende la invitación al lector a ver los supuestos utilizados y el proceso de cálculo de los flujos de caja descontados que llevó a concluir que el valor de la acción de Engie no debiera experimentar un *Up Side* en su precio de mercado ya que los supuestos utilizados ya están incorporados en el precio de mercado a la fecha.

Capítulo 1: Metodología

Para realizar la valorización de la empresa se utilizó el método de flujos de caja descontados. El método de flujo de caja descontados, en adelante FCD, es uno de los métodos para valorizar empresas más utilizados ya que evalúa la capacidad de la empresa para generar e incrementar flujos de caja en el tiempo, los cuales son descontados a una tasa de descuento que depende de la estructura de capital de la empresa. La tasa de descuento refleja el riesgo asociado de la inversión y considera el costo promedio ponderado del costo de capital según su estructura de financiamiento entre deuda y patrimonio (WACC). Según indica Carlos Maqueira: “Este modelo de valoración, tiene ventajas empíricas por sobre otros métodos de valoración, tales como modelo de descuento de dividendos, comparables o múltiplos y opciones reales”¹

En concreto los flujos de caja libre son proyectados sobre un horizonte de tiempo determinado, y para el periodo final de la proyección se puede asumir un valor terminal para el negocio, o bien asumir una perpetuidad de los flujos futuros. Esta matriz de flujos proyectados son traídos a valor presente utilizando la tasa de descuento.

Como señala Aswath Damodaran: “Alguien que entienda estos fundamentos (del método FCD) estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.”² Es por esto que es necesario entender a cabalidad este método antes de utilizar otros métodos de valoración como podría ser el método de valorización por múltiplos o de descuento de dividendos.

Para la presente tesis se utilizó el método FCD junto con la información proporcionada por Engie Energía sobre sus balances y estados de resultados de 2014 al tercer trimestre de 2018, así como futuras proyecciones de la empresa, para realizar la valorización. La fecha de valorización es al 30 de septiembre de 2018.

¹ Libro “Finanzas Corporativas – Teoría y Práctica” 2015, Carlos Maqueira V.

² Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002).

Capítulo 2: Descripción de la empresa e Industria

Identificación de la empresa

Razón Social: ENGIE ENERGIA CHILE S.A.

Nemotécnico: ECL CI EQUITY / EDELNOR

Rut: 88006900 – 4

Industria: Energía

Regulación:

- Ministerio de Energía
- Comisión Nacional de Energía (CNE)
- Ministerio de Medio Ambiente
- Superintendencia de Medio Ambiente
- Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC)
- Coordinador Eléctrico Nacional (CEN)

Tipo de operación

Engie Energía participa en los mercados de generación, transmisión, suministro de electricidad, transporte de gas e infraestructura portuaria. Sus clientes principales provienen de la minería, sector industrial, distribución eléctrica en el norte y, a partir de 2018, en el centro y sur del país. Engie es el 4to mayor generador de electricidad en Chile, generando en 2017 5.797 GWh y tiene capacidad instalada de 1.971MW, con 375MW en construcción. De esa capacidad tienen 1.420MW contratados, y el promedio de vida de sus contratos supera los 10 años. En cuanto a transmisión es el 3er operador del país teniendo 2.293 KM de líneas eléctricas, teniendo Chile 4.329 KM de largo continental. Además, cuenta con 1.660 kms de gaseoducto entre Chile y Argentina y maneja 2 puertos. En 2017 tuvo ingresos por US\$1.054MM, ganancias por US\$101MM y el 52,76% de su propiedad es controlada por el grupo francés ENGIE.

Filiales

ELECTROANDINA S.A.

Generación, transmisión, comercialización de energía y otros servicios. Con 5 centrales de carbón y gas natural tienen una capacidad instalada de 1.105MW.

CENTRAL TERMOELÉCTRICA ANDINA S.A.

Generación, transmisión y distribución de energía eléctrica. Funciona con carbón y biomasa, y tiene una capacidad de 165 MW.

INVERSIONES HORNITOS S.A.

Su objeto principal es la generación, transmisión y distribución de energía eléctrica. ENGIE Energía Chile S.A. tiene el 60% de esta propiedad. Funciona en base a carbón y biomasa.

TRANSMISORA ELÉCTRICA DEL NORTE S.A. (TEN)

Transmisión y transporte de energía eléctrica. Podría a futuro explotar y desarrollar sistemas eléctricos de su propiedad o de terceros, como instalaciones propias de sistemas de transmisión adicional o comercializar la capacidad de transporte de las líneas de transmisión además de efectuar la prestación de servicios en el área de ingeniería eléctrica y mantenimiento de sistemas eléctricos. ENGIE Energía Chile tiene el 50% de participación en esta.

EDELNOR TRANSMISIÓN S.A.

Transmisión de electricidad, a través de líneas eléctricas, subestaciones eléctricas y otras instalaciones, sean estas integrantes del sistema de transmisión troncal, del sistema de sub transmisión o del sistema de transmisión adicional.

GASODUCTO NOR ANDINO SpA

Gasoducto emplazado entre la República Argentina y la República de Chile, con el fin de hacer compra, venta, comercialización, importación y exportación de gas natural, además de la prestación de servicios de transporte de dicho combustible desde la República de Chile a otros países de la región y viceversa.

GASODUCTO NOR ANDINO ARGENTINA S.A.

Construcción, diseño, montaje, operación y explotación de gasoductos, oleoductos y poliductos en el territorio de la República Argentina y de las obras y servicios de ingeniería.

ALGAE FUELS S.A.

Se dedica a la investigación, desarrollo, e innovación relacionados a la producción de biocombustibles a partir de micro algas.

DESERT BIOENERGY S.A.

Investigación y desarrollo de tecnología para la elaboración de biodiesel a partir del cultivo de micro algas y, en forma complementaria, de otros productos de interés económico. ENGIE Energía Chile tiene participación a través de ELECTROANDINA el 42,87% de la propiedad.

12 Mayores Accionistas

1	Engie Chile S.A. (Grupo francés ENGIE)	52,76%
2	BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	2,37%
3	LARRAIN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA	2,28%
4	BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTA EXTRANJEROS	2,22%
5	AGP HABITAT S.A. PARA FDO PENSION C	2,20%
6	AFP HABITAT S.A. FONDO TIPO A	2,19%
7	AFP PROVIDA S.A. PARA FDO PENSION C	2,13%
8	AFP CUPRUM S.A. FONDO TIPO A	1,99%
9	MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	1,79%
10	AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO A	1,77%
11	AFP PROVIDA S.A. PARA FDO PENSION B	1,67%
12	BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	1,58%

Descripción de la industria

El mercado de generación, transmisión, suministro de electricidad en Chile se encuentra dividido en cinco sistemas eléctricos: El sistema eléctrico nacional (SEN) que unifica el sistema interconectado central (SIC) con

el sistema interconectado norte grande (SING). En ese sistema se demanda el 99,25% de la capacidad eléctrica del país. Los demás sistemas eléctricos corresponden al de Los Lagos, Aysén, Magallanes e Isla de Pascua. La demanda nacional en 2017 fue 74.000 GWh. El 60% de la generación de electricidad en el país corresponde a energía provenientes de termoeléctricas, 30% de hidráulica, eólico 5% y fotovoltaica 5%, siendo este último la generación de energía de mayor crecimiento en el país.

Estos sistemas son subsidiados por el estado y regulados por la Comisión Nacional de Energía (CNE) que se asegura de tener un servicio suficiente para las necesidades del país. Junto a esta, la Superintendencia de Electricidad y Combustibles, vigila la regulación y distribución de los recursos. El ministerio de Energía coordina los recursos.

Hay 3 tipos de ventas dependiendo del destinatario de la energía:

Cientes Regulados: Generalmente consumidores residenciales y empresariales pequeños que demanden potencia inferior a 500 kW. Los precios de estos clientes se fijan mediante los precios de nudo que emite la CNE. A los clientes abastecidos por una empresa de distribución se les traspasa el precio de nudo (precio al que la distribuidora compró la energía) y se les adiciona el cargo que cubre los servicios de distribución.

Cientes Libres: Clientes cuya potencia conectada es de al menos 500 kW. Los clientes libres negocian directamente los precios de electricidad con las generadoras y fijan las condiciones mediante contratos de suministro.

Mercado Spot: Transacciones entre generadoras, o entre generadoras y clientes libres. Se transa energía y potencia al precio marginal.

Principales empresas comparables

Nombre de la Empresa	Enel Chile S.A.
Ticker o Nemo-técnico	ENELCHILE CI EQUITY
Clase de Acción	NA

Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Mercado donde Transa sus acciones	IPSA
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Enel Chile SA, una compañía de servicios públicos de electricidad, se dedica a la generación, transmisión y distribución de electricidad en Chile. Participa en estos negocios a través de sus filiales Enel Generación y Enel Distribución. Al 31 de diciembre de 2016, la compañía tenía 6.351 MW de capacidad instalada con 111 unidades de generación, incluidas 38 hidroeléctricas, 22 térmicas y 51 unidades de generación eólica. La compañía se conocía anteriormente como Enersis Chile S.A. y cambió su nombre a Enel Chile S.A. en noviembre de 2016. Tiene un maket cap de USD\$ 6.651MM</p>
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Electrica, Utilities
Negocios en que se encuentra	<p>A septiembre 2018 los negocios generaron el siguiente EBITDA (MCLP\$):</p> <p>Generación: \$442.630</p> <p>Distribución: \$138.209</p> <p>Correspondiendo un 76% del EBITDA a generación y un 24% a distribución.</p>

Nombre de la Empresa	Colbún S.A.
----------------------	-------------

Ticker o Nemotécnico	COLBUN CI EQUITY
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Mercado donde Transa sus acciones	IPSA
Descripción de la Empresa (profile)	Colbún es una Empresa de generación de energía, propietaria de centrales generadoras de electricidad, que vende su producción a empresas distribuidoras (clientes regulados) e Industriales (clientes no regulados) a través de contratos y/o vendiendo esa energía a otras generadoras en el mercado spot.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Energía, Utilities
Negocios en que se encuentra	EBITDA acumulado a septiembre de USD\$ 474MM. Lo que es del negocio de generación y trasmisión de esta energía generada.

Nombre de la Empresa	AES Gener S.A.
Ticker o Nemotécnico	AESGENER CI EQUITY
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Mercado donde Transa sus acciones	IPSA

<p>Descripción de la Empresa (profile)</p>	<p>Es la segunda empresa generadora más importante de Chile en términos de capacidad instalada con 4.150 MW en operación al cierre de 2017.</p> <p>La combinación de alternativas de generación otorga a AES Gener ventajas competitivas en el mercado eléctrico chileno, al no depender exclusivamente de un determinado recurso para la producción</p> <p>de electricidad. La empresa tiene presencia en Chile, Colombia y Argentina.</p>
<p>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</p>	<p>Electrico, Utilities</p>
<p>Negocios en que se encuentra</p>	<p>EBITDA al 30 de septiembre de 2018 fue de MUS\$654.520 el cual fue dado por su único negocio: la generación energética.</p>

Capítulo 3: Descripción del financiamiento de la empresa

Engie energía actualmente está siendo financiada vía 2 bonos:

Engie 5,625% 15/01/2021

	<i>Observaciones</i>
Bono	UNICA
Nemotécnico	ISIN USP36020AA68
Fecha de Emisión	17 de Diciembre de 2010
Valor Nominal (VN o D)	USD 400.000.000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	15 de enero de 2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	5,625%
Periodicidad	SEMESTRAL
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	NA
Motivo de la Emisión	Conseguir mejores condiciones de financiamiento para y pagar por adelantado la deuda de diversos proyectos de inversión (CAPEX) y deudas mantenidas con sus accionistas.
Clasificación de Riesgo	Fitch BBB- 13/12/2010

Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	5,641%
Precio de venta el día de la emisión.	\$399.480.000
Valor de Mercado	99,87% bono se transó bajo la par. Su último transado es 102,675%

Engie 4,5% 29/01/2025

	Observaciones
Bono	UNICA
Nemotécnico	ISIN USP36020AB42
Fecha de Emisión	24/10/2014
Valor Nominal (VN o D)	350.000.000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	29/01/2025
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	4,5%
Periodicidad	SEMESTRAL
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	NA

Motivo de la Emisión	Financiar la construcción de infraestructura energética mejillones (375MW).(CAPEX según el plan de crecimiento base 2015- 2018 informado por la empresa)
Clasificación de Riesgo	Fitch BBB 07/10/2014
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	4,506%
Precio de venta el día de la emisión.	\$349.842.500
Valor de Mercado	99,955% Bajo la par. Su último transado es a 97%

Capítulo 4: Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

La deuda financiera de la Empresa en UF es la siguiente:

CUADRO 1:

	2014	2015	2016	2017	2018*
<u>Deuda Financiera</u>	\$ 18.129.471	\$ 20.520.518	\$ 18.959.424	\$ 19.484.502	\$ 22.031.645

*Al 30 de Septiembre.

El patrimonio económico bursátil de la Empresa en UF es el siguiente:

CUADRO 2:

	2014	2015	2016	2017	2018*
<u>Patrimonio Económico</u>	\$ 37.851.763	\$ 39.897.733	\$ 42.375.482	\$ 51.965.579	\$48.543.010

*Al 30 de Septiembre.

Estructura de capital objetivo

Con los datos recolectados determino la estructura de capital objetivo como el promedio de la estructura de capital que ha tenido Engie entre 2014 y 2018 (última columna):

CUADRO 3:

	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	09/30/2018	Promedio
B/V	32,38%	33,96%	30,91%	27,27%	31,22%	31,15%
P/V	67,62%	66,04%	69,09%	72,73%	68,78%	68,85%
B/P	47,90%	51,43%	44,74%	37,50%	45,39%	45,39%

Siendo B/P 45,39% y observando la estabilidad del número en el periodo permite suponer que le empresa busca esta estructura de capital como objetivo.

Capítulo 5: Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa y Costo de Capital de la Empresa

Costo Patrimonial de la Empresa:

CUADRO 4:

	2016	2017	2018
Beta de la Acción	0,86	0,86	0,86
P-value (significancia)	0,0001	0,000	0,000
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%

El beta de la acción ($\beta_p^{C/D}$) a utilizar será el de 2018 de 0,859 que corresponde al beta más representativo de la actualidad de la acción de Engie respecto a los demás miembros del índice IPSA.

Costo de Capital de la Empresa

Para estimar el Costo de Capital de la Empresa se utilizará además del beta calculado, una tasa libre de riesgo de 2,12% (BCU-30 al 28 de Septiembre de 2018) y un premio por riesgo de mercado de 6,26% para Chile.³ Se utiliza la última YTM (tasa de mercado) registrada a Septiembre de 2018, del bono de más largo plazo que tiene la empresa: el bono Engie 4,5% 29/01/2025 (Serie Regs/144a) con una YTM a Septiembre de 2018 de 4,47% en USD. Al ser una tasa en dólares, por lo tanto, para el cálculo del Beta de la deuda debe determinarse la tasa libre de riesgo también en dólares de la siguiente manera:

$$\underline{\text{Tasa libre de riesgo US\$} = \text{Tasa Treasury 10 años} + \text{CDS Chile}}$$

La tasa Treasury a 10 años a Septiembre de 2018 fue de 3,05% y el Credit Default Swap (CDS) a 10 años de Chile para Septiembre de 2018 es de 0,94%.⁴ Por lo que la tasa libre de riesgo en dólares es 3,99%.

³ Fuente: Premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Julio de 2018

⁴ Fuente de ambos datos: Bloomberg

Beta de la Deuda (β_b)

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda, se calcula el beta de la deuda de la empresa.

P.R.M: 6,26%

Rf: 3,99%

Kb: 4,47%

$$k_b = r_f + P.R.M. * \beta_b$$

$$\beta_b = (k_b - r_f) / P.R.M.$$

$$\beta_b = (4,47\% - 3,99\%) / 6,26\%$$

$$\beta_b = 0,0766$$

Costo de la Deuda (k_b)

Para el costo de la deuda se utiliza la última YTM (tasa de mercado) registrada a Septiembre de 2018, del bono a más largo plazo que tiene la empresa: el bono Engie 4,5% 29/01/2025 (Serie Regs/144a) con una YTM a Septiembre de 2018 de 4,47% en USD. Para efectos de análisis se necesita la tasa de mercado en UF.

Para para convertir las tasas de USD a CLP se comparó el tipo de cambio spot al 30 de Septiembre de 2018 con respecto al tipo de cambio forward (Fwd) a 1 año:

$$r_{clp} = (TC \text{ Spot Sep 2018} / TC \text{ Fwd Sep 2019}) * (1 + 0,0447)$$

$$r_{clp} = (656,85 / 655,79) * (1,0447)$$

$$r_{clp} = 4,63\%$$

Luego para convertir la tasa de CLP a UF se utilizó la fórmula de Fisher:

$$(1+i) = (1+r) * (1+\pi)$$

Dónde: i = Tasa de interés nominal

r = Tasa de interés real

π = Inflación (3% meta de inflación del Banco Central del Chile)

$$r = ((1+i)/(1+\pi))-1$$

$$r = (1,0463/1,03)-1$$

$$r = 1,58\%$$

$$K_b = 1,58\%$$

Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Utilizando la estructura de capital promedio obtengo el Beta Patrimonial sin Deuda. La tasa de impuesto utilizada es de 26,25% que es el promedio de la tasa de impuesto corporativo de 2017 (25,5%) y 2018 (27%). La estructura capital objetivo de la empresa B/P de 45,39%

CUADRO 5:

	09/30/2018
B/V	31,22%
P/V	68,78%
B/P	45,39%

$$(\beta_p^{C/D}) = (\beta_p^{S/D}) [1 + (1 - tc) * B/P] - (1 - tc) * \beta_b * B/P$$

$$0,86 = (\beta_p^{S/D}) [1 + (1 - 0,2625) * 0,4539] - (1 - 0,2625) * 0,0766 * 0,4539$$

$$(\beta_p^{S/D}) = 0,6635$$

Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Se apalanca el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetiva de la empresa.

Estructura de Capital Objetivo:

CUADRO 6:

	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	09/30/2018	Promedio
B/V	32,38%	33,96%	30,91%	27,27%	31,22%	31,15%
P/V	67,62%	66,04%	69,09%	72,73%	68,78%	68,85%
B/P	47,90%	51,43%	44,74%	37,50%	45,39%	45,39%

Luego utilizando la siguiente formula calculo el beta patrimonial con deuda, con una tasa impositiva de largo plazo de 27% ya que el beta patrimonial es afecto a la tasa de impuestos:

$$(\beta_p^{C/D}) = \beta_p S/D [1 + (1 -tc) * B/P] - (1 -tc) * \beta_b * B/P$$

$$(\beta_p^{C/D}) = 0,6635 [1 + (1 -0,27) * 0,4539] - (1 -0,27) * 0,0766 * 0,4539$$

$$(\beta_p^{C/D}) = 0,8579$$

Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM estimo la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetiva de la empresa y utilizando una tasa libre de riesgo de 2,12% (BCU-30 al 28 de Septiembre de 2018).

$$k_p = r_f + P.R.M. * \beta_p C/D$$

$$k_p = 0,0212 + 0,0626 * 0,8579$$

$$k_p = 0,0749$$

$$k_p = 7,49\%$$

Costo de Capital (k_0)

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) estimo el costo de capital para la empresa.

Estructura de Capital Objetivo

CUADRO 7:

	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	09/30/2018	Promedio
B/V	32,38%	33,96%	30,91%	27,27%	31,22%	31,15%
P/V	67,62%	66,04%	69,09%	72,73%	68,78%	68,85%
B/P	47,90%	51,43%	44,74%	37,50%	45,39%	45,39%

Luego obtengo de la siguiente formula de WACC el costo de capital:

$$k_0 = [k_b * (1 - t_c) * B/V] + [k_p * P/V]$$

$$k_0 = [0,0158 * (1 - 0,27) * 0,3115] + [0,0749 * 0,6885]$$

$$k_0 = 0,05$$

$$k_0 = 5,52\%$$

Capítulo 6: Análisis Operacional del Negocio e Industria

Análisis de Costos de Operación

De acuerdo con lo indicado en los Estados Financieros desde 2014 al tercer trimestre de 2018, los costos de operación se clasifican en directos e indirectos, siendo el costo por servicio de distribución eléctrica el que concentra el mayor porcentaje de costos, el cual equivale en promedio al 98.92% del total de costos durante el periodo mencionado.

- Combustibles: Se refiere a combustibles fósiles como el carbón, gas natural y diésel para la generación de energía en sus termoeléctricas.
- Costo de compras de energía y potencia al mercado spot: Energía comprada a distribuidoras en el mercado para suplir sus compromisos de energía contratados con terceros.
- Otros costos de operación: Por el lado de los costos directos se refiere a peajes de transmisión, remuneración de personal en planta, costos de operación y mantención (servicio de terceros), primas de seguros y costos de ventas de combustibles. Por el lado de los indirectos se refiere a venta de aguas, recuperaciones, provisiones y otros ingresos varios.

Los costos de operación según clasificación que utiliza la empresa, para los años 2014 a Septiembre de 2018 son los siguientes:

CUADRO 8:

	2014	2015	2016	2017	3Q 2018
Costos directos de ventas					
Combustibles	\$ 10.649.516	\$ 10.153.712	\$ 7.985.300	\$ 8.161.414	\$ 6.412.506
Costo de compras de energía al mercado spot	\$ 3.995.418	\$ 3.786.597	\$ 3.365.831	\$ 4.621.358	\$ 4.990.728
Depreciación y Amortización	\$ 3.260.458	\$ 3.742.439	\$ 3.419.015	\$ 3.053.356	\$ 2.384.137
Otros Costos directos	\$ 7.287.938	\$ 7.838.146	\$ 5.255.153	\$ 4.378.007	\$ 4.417.665
Costos no directos					
GAV	\$ 1.206.024	\$ 1.368.916	\$ 780.042	\$ 814.994	\$ 655.275
Depreciación y amort. En el GAV	\$ 46.860	\$ 68.998	\$ 113.967	\$ 96.422	\$ 70.122
Otros Ingresos o costos de operación.	-\$ 86.321	-\$ 245.632	-\$ 96.239	-\$ 117.084	-\$ 222.455
TOTAL	\$ 26.359.894	\$ 26.713.176	\$ 20.823.070	\$ 21.008.466	\$ 18.707.977

*UF

Depreciación y amortización en el GAV se refiere a depreciación y amortización que está directamente relacionada con los insumos necesarios para la administración de la empresa como pueden ser materiales de oficina, computadores y softwares, entre otros.

La cuenta de otros ingresos o costos de operación pese a estar dentro de los costos pueden tener signo negativo, siendo un ingreso, debido a ventas de energía a terceros u otros ingresos puntuales como recupero del seguro por lucro cesante ocurrido en 2018.

Análisis de cuentas no operacionales

Utilizando el método de participación, Engie es dueño del 50% de la “Transmisora Eléctrica del Norte S.A.” (TEN), los flujos asociados a esta no aparecen en las cuentas operacionales, sin embargo, Engie participa en las ganancias asociadas a este negocio.

CUADRO 9:

Ganancias asociadas TEN	2014	2015	2016	2017	3Q 2018		
		\$	43.181	\$	36.617	\$	152.333
							*UF

Análisis de Activos

A continuación, la clasificación de los activos de la empresa, como operacionales y no operacionales, a Septiembre de 2018.

CUADRO 10:

Activos Operacionales		UF
Corrientes	Efectivo y equivalentes al efectivo	\$ 2.600.837
Corrientes	Otros activos no financieros corrientes	\$ 214.113
Corrientes	Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	\$ 3.556.329
Corrientes	Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	\$ 165.535
Corrientes	Inventarios corrientes	\$ 3.010.372
Corrientes	Activos por impuestos corrientes, corriente	\$ 161.691
No Corrientes	Otros activos no financieros no corrientes	\$ 305.078
No Corrientes	Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	\$ 1.402
No Corrientes	Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	\$ 1.629.555
No Corrientes	Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	\$ 2.385.491
No Corrientes	Activos intangibles distintos de la plusvalía	\$ 5.870.659
No Corrientes	Propiedades, planta y equipo	\$ 63.506.752
No Corrientes	Activos por impuestos diferidos	\$ 52.277
Activos No Operacionales		
Corrientes	Otros activos financieros corrientes	\$ 6.553
No Corrientes	Otros activos financieros no corrientes	\$ 15.088
No Corrientes	Plusvalía	\$ 606.891

Resumiendo cuentas, a Septiembre de 2018 la empresa mantiene \$9.706 Mil UF's en Activos Operacionales Corrientes, \$73.748 Mil UF's en Activos Operacionales No Corrientes, \$6,5 Mil UF's en Activos No Operacionales Corrientes y \$621 Mil UF's en Activos No Operacionales No Corrientes.

a) La apertura de los activos no operacionales es la siguiente:

CUADRO 11:

	FFMM	\$ 2.684
	Forward	\$ 52.229
Corrientes	Otros activos financieros corrientes	\$ 54.913
	Forward	\$ 15.088
No Corrientes	Otros activos financieros no corrientes	\$ 15.088
No Corrientes	Plusvalía	\$ 606.891

*La plusvalía corresponde a la diferencia de costo de adquisición y valor justo de los activos o pasivos adquiridos.

Análisis de Crecimiento de la empresa

Se calculan las tasas de crecimiento de 2 formas, según el tipo de producto vendido y según el tipo de contrato al cual aplica la venta de energía.

Por Producto:

CUADRO 12:

	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	CQ3 2018
Energía y potencia	\$ 26.547.284	\$ 26.116.455	\$ 22.237.960	\$ 21.881.749	\$ 20.393.992
Gas	\$ 1.934.029	\$ 2.894.318	\$ 282.613	\$ 204.162	\$ 962.553
Combustible	\$ 153.059	\$ 17.084	\$ 74.307	\$ 26.631	\$ 60.450
Peajes	\$ 1.108.211	\$ 1.495.264	\$ 1.298.871	\$ 1.579.917	\$ 1.255.009
Instalaciones	\$ 24.688	\$ 79.679	\$ 7.800	\$ 4.798	\$ 5.344
Servicios Portuarios	\$ 257.951	\$ 291.943	\$ 263.619	\$ 197.435	\$ 138.599
Otras Ventas	\$ 585.575	\$ 642.673	\$ 336.355	\$ 304.004	\$ 170.831
TOTAL	\$ 30.610.797	\$ 31.537.417	\$ 24.501.526	\$ 24.198.695	\$ 22.986.777

*En UF

	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	CQ3 2018
Energía y potencia		-2%	-15%	-2%	-7%
Gas		50%	-90%	-28%	371%
Combustible		-89%	335%	-64%	127%
Peajes		35%	-13%	22%	-21%
Instalaciones		223%	-90%	-38%	11%
Servicios Portuarios		13%	-10%	-25%	-30%
Otras Ventas		10%	-48%	-10%	-44%
TOTAL		3%	-22%	-1%	-5%

Por tipo de contrato:

CUADRO 13:

	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	CQ3 2018
Ventas a no regulados	\$ 20.882.225	\$ 19.733.362	\$ 16.548.035	\$ 16.676.374	\$ 12.863.699
Ventas a regulados	\$ 5.268.033	\$ 5.663.337	\$ 4.467.513	\$ 4.527.232	\$ 7.311.997
Ventas Mercado Spot	\$ 397.075	\$ 720.337	\$ 1.223.248	\$ 679.544	\$ 220.037
Ventas gas	\$ 1.933.585	\$ 2.886.867	\$ 260.858	\$ 190.548	\$ 962.359
Otros Ingresos Operacionales	\$ 2.130.890	\$ 2.536.358	\$ 2.003.290	\$ 2.125.870	\$ 1.629.724
TOTAL	\$ 30.611.808	\$ 31.540.260	\$ 24.502.944	\$ 24.199.568	\$ 22.987.817

*En UF

	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	CQ3 2018
Ventas a no regulados		-6%	-16%	1%	-23%
Ventas a regulados		8%	-21%	1%	62%
Ventas Mercado Spot		81%	70%	-44%	-68%
Ventas gas		49%	-91%	-27%	405%
Otros Ingresos Operacionales		19%	-21%	6%	-23%
TOTAL		3%	-22%	-1%	-5%

Luego a través de estos ingresos determino el precio USD/MWh por tipo de cliente, ya que se separan los ingresos por la cantidad de GWh vendidos:

CUADRO 14:

Q		FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	CQ3 2018	*4/3	CAGR
Energía y potencia	Ventas a no regulados	7087	7098	6795	6346	4621	6161	-2%
	Ventas a regulados	1912	1884	1901	1908	2662	3549	11%
	Ventas Mercado Spot	211	397	470	274	25	33	-26%
Gas	Ventas gas							
Otros	Otros Ingresos Operacionales							
TOTAL		9210	9379	9166	8528	7308	9.744	1%

*en GWh

Precio		FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	CQ3 2018	CAGR
Energía y potencia	Ventas a no regulados	119,472273	100,732601	96,1589404	114,465805	115,126596	-1%
	Ventas a regulados	111,715481	108,917197	92,7932667	103,354298	113,598798	0%
	Ventas Mercado Spot	76,3033175	65,743073	102,765957	108,029197	364	9%
Gas	Ventas gas						
Otros	Otros Ingresos Operacionales						
TOTAL							

*USD/MWh

Obteniendo un precio sobre los 113 dolares por GWh para ambos tipos de clientes (regulados y libres) en Q3 2018. El precio de mercado a fines de Q3 2018 en el mercado spot era 65 dolares por GWh⁵ lo que nos muestra la principal fortaleza de Engie Energía que son sus largos contratos (en promedio de 12 años) a precios muy sobre el mercado Spot de energía.

Análisis de Crecimiento de la Industria

Para tener un orden de magnitud comenzamos viendo el crecimiento de los competidores en cuanto a ingresos. Para luego ver a nivel de industria como ha variado la demanda.

⁵ <https://www.cne.cl/es/tarificacion/electrica/precio-nudo-promedio/>

AES Gener:

CUADRO 15:

	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	CQ3 2018		
Energía y potencia	\$ 2.328	\$ 2.165	\$ 2.286	\$ 2.437	\$ 1.987		
	*MMUSD						
Energía y potencia	\$ 57.425.502	\$ 59.763.107	\$ 57.905.458	\$ 55.940.695	\$ 48.050.268	\$	64.067.024
	*UF						
Energía y potencia		4%	-3%	-3%	-14%	CAGR	CAGR
						-3,502%	1,841%

Colbun:

CUADRO 16:

	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	CQ3 2018		
Energy Sales		981,6	1.058,6	1.142,4	892,2		
Power Sales		153,0	190,9	192,4	150,0		
Other Income		179,2	186,7	213,6	134,0		
Electric Power Gen& Dist	1.502,6						
TOTAL	1502,577	1313,856	1436,24	1548,412	1176,2		
	*MMUSD						
Energy Sales	\$ -	\$ 27.091.422	\$ 26.809.513	\$ 26.225.596	\$ 21.573.294	\$	28.764.391
Power Sales	\$ -	\$ 4.223.215	\$ 4.835.197	\$ 4.417.311	\$ 3.626.983	\$	4.835.977
Other Income	\$ -	\$ 4.946.616	\$ 4.729.562	\$ 4.904.860	\$ 3.240.105	\$	4.320.139
Electric Power Gen& Dist	\$ 37.058.168	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$	-
TOTAL	\$ 37.058.168	\$ 36.261.252	\$ 36.374.272	\$ 35.547.767	\$ 28.440.381	\$	37.920.508
	*UF						
Energy Sales			-1%	-2%	-18%	CAGR	CAGR
Power Sales			14%	-9%	-18%	-6%	-4%
Other Income			-4%	4%	-34%	-10%	-10%
Electric Power Gen& Dist		-100%					
TOTAL		-2%	0%	-2%	-20%	-5%	0,384%
							*UF

Año	SEN		
	Cientes Regulados (*)	Cientes Libres (*)	Total (*)
2000	18.515	17.376	35.892
2001	20.358	17.573	37.931
2002	20.393	18.148	38.542
2003	22.552	19.641	42.194
2004	24.778	20.752	45.530
2005	26.574	20.978	47.552
2006	28.408	22.017	50.425
2007	29.401	23.188	52.589
2008	29.019	23.706	52.724
2009	28.372	24.447	52.819
2010	26.397	27.860	54.257
2011	27.281	30.046	57.327
2012	29.073	30.874	59.947
2013	30.936	31.429	62.365
2014	32.317	31.878	64.195
2015	33.208	32.623	65.831
2016	33.833	32.746	66.579

(*) Valores calculados en MWh y expresados en unidades de GWh.

Perspectivas de crecimiento de la Industria

Según este mismo informe se espera un crecimiento CAGR de 2,76% para clientes regulados y de 2,06% para clientes libres en 5 años.

CUADRO 19:

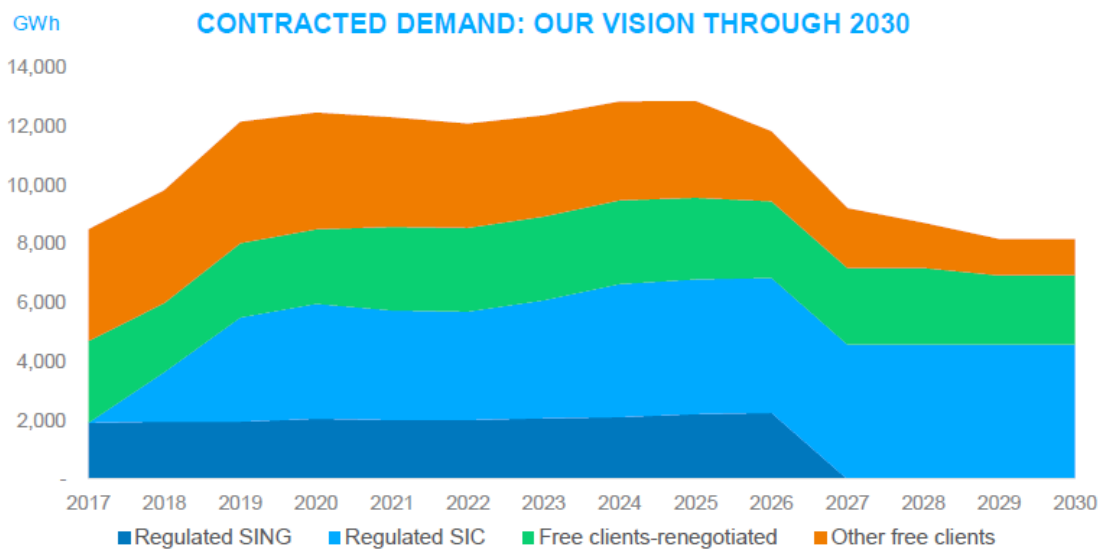
Año	PREVISIÓN DE DEMANDA [GWh]		
	SEN		
	Cliente Regulado	Cliente Libre	Sistema (*)
2017	32.646	35.603	68.248
2018	32.207	37.983	70.190
2019	33.007	39.258	72.266
2020	34.076	40.258	74.334
2021	35.413	41.175	76.588
2022	36.903	42.052	78.954

Capítulo 7: Proyección de EERR

Proyección de la demanda

En una presentación de Engie a inversionistas para el periodo 3er Q 2018 la empresa da a conocer sus contratos vigentes, los cuales tienen una vida útil de 12 años en promedio, y en base a estimaciones de la demanda contratada por las empresas tenedoras de estos contratos, el departamento de inteligencia de la compañía estima que a 2022 la venta a clientes no regulados será de 6.400 y a regulados de 5.800 GWh.

GRAFICO 1:



*Título: Demanda Contratada: Nuestra Visión al 2030

Fuente: Presentación de resultados Engie 9M 2018

Para 2018 también se estimó que el 4to Q se vendió lo mismo que el resto de los trimestres anteriores. Para los años entre 2018-2022 se estimó un crecimiento lineal para llegar a las ventas estimadas por la compañía a 2022. Luego se asume un crecimiento lineal a 2025 de 13.000 GWh anuales los cuales se extienden a perpetuidad, asumiendo que los clientes regulados demandarán el 55% de los GWh vendidos y el otro 45% lo demandarán los clientes regulados.

Finalmente, para las ventas del mercado spot se utilizó el crecimiento CAGR en base al informe de la Comisión Nacional de Energía hasta 2022, luego de este periodo se asume que no se vende energía en este mercado debido

a la dificultad que presenta estimar el precio futuro de la energía en el mercado spot y lo marginal que es para la empresa respecto a sus otras ventas: En 2018 las ventas en el mercado Spot correspondieron a un 0,34% de las ventas de energía de la empresa.

CUADRO 20:

Proyección en base a la demanda esperada por Engie utilizando contratos ya existentes.

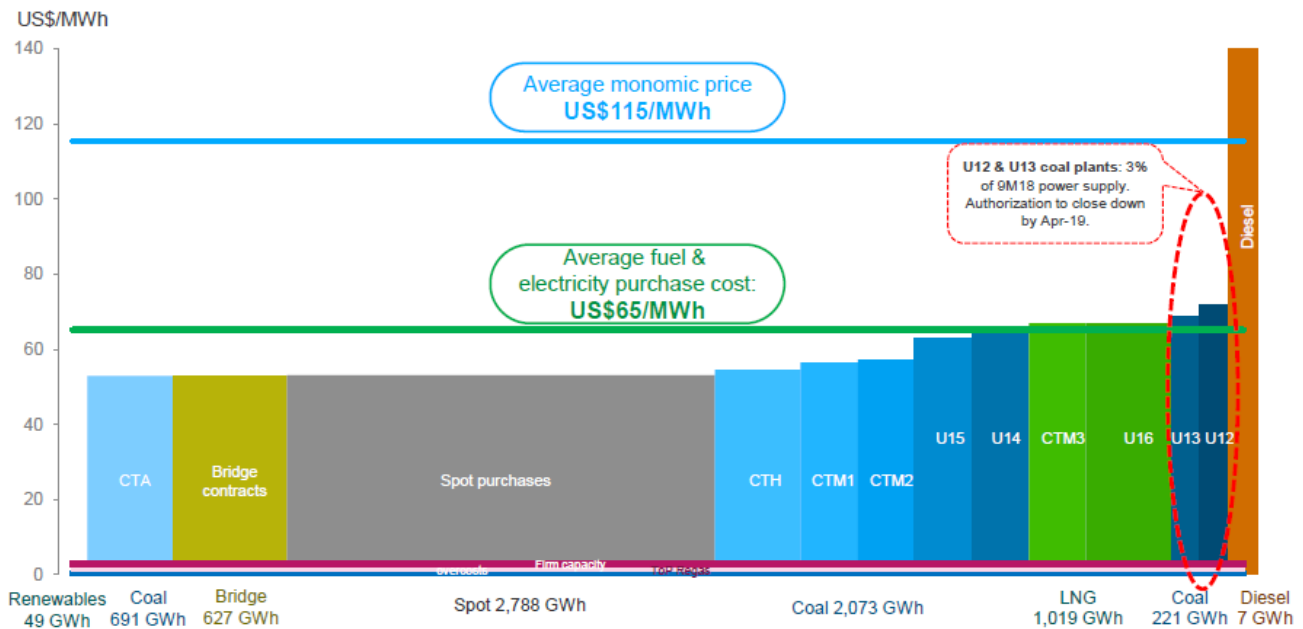
Energía y potencia	GWh	CQ3 2018	2018	2019	2020	2021	2022
	Ventas a no regulados		4621	6161	6221	6281	6340
Ventas a regulados		2662	3549	4112	4675	5237	5800
Ventas Mercado Spot		25	33	34	35	36	37
TOTAL		7308	9744	10367	10990	11613	12237

	2023	2024	2025	2026	Perp
	6730	6940	7150	7150	7150
	5506	5678	5850	5850	5850
	12237	12618	13000	13000	13000

Proyección de los Ingresos

Con la demanda se procede a realizar una estimación de los precios de la energía. Si bien en el mercado se estiman fuertes caídas en el precio debido a nuevos proyectos energéticos, Engie posee contratos que protegen a la empresa de estas variaciones en el precio, permitiéndoseles vender a los precios estipulados previamente en los contratos.

GRAFICO 2:



*Fuente: Presentación de resultados Engie 9M 2018

Para proyectar el precio de venta se utilizó la tendencia que ha tenido el precio por GWh vendido por Engie para los clientes no regulados y para el mercado Spot. Para el precio GWh de los clientes regulados se utiliza la información proporcionada por la empresa: En promedio los contratos tienen una vida útil de 12 años y el precio contratado de estos es de USD\$ 115 por GWh (ver gráfico 1 y gráfico 2).

CUADRO 21:

Precio GWh	CQ3 2018	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Perp
Ventas a no regulados	115,1	115	114	113	112	112	111	110	109	108	60
Ventas a regulados	113,6	115	115	115	115	115	115	115	115	115	70
Ventas Mercado Spot	364,0	372	389	407	425	445					

*USD/GWh

Ingresos UF	CQ3 2018	2018	2019	2020	2021
Ventas a no regulados	\$ 12.863.699	\$ 17.868.710	\$ 16.744.887	\$ 16.291.919	\$ 15.849.774
Ventas a regulados	\$ 7.311.997	\$ 10.301.247	\$ 11.158.811	\$ 12.316.243	\$ 13.396.785
Ventas Mercado Spot	\$ 220.037	\$ 313.166	\$ 313.413	\$ 325.688	\$ 338.442
Ventas gas	\$ 962.359	\$ 1.339.266	\$ 1.169.520	\$ 1.060.447	\$ 961.547
Otros Ingresos Operacionales	\$ 1.629.724	\$ 2.268.004	\$ 2.127.556	\$ 2.072.331	\$ 2.018.539
TOTAL	\$ 22.987.817	\$ 32.090.393	\$ 31.514.186	\$ 32.066.627	\$ 32.565.087

	2022	2023	2024	2025	2026	Perp
\$	15.418.262	15.625.158	15.527.747	15.416.825	14.857.284	7.991.466
\$	14.403.934	13.276.702	13.292.068	13.295.275	12.908.034	7.628.218
\$	351.697	-	-	-	-	-
\$	871.871	790.558	716.829	649.976	589.357	702.401
\$	1.966.143	1.915.108	1.865.398	1.816.977	1.769.814	1.701.549
\$	33.011.908	31.607.527	31.402.042	31.179.053	30.124.489	18.023.634

*UF

Para proyectar el crecimiento del gas y otros ingresos operacionales se utilizó el crecimiento histórico de la compañía por estos conceptos, los cuales no tienen directa relación con la venta de GWh.

Proyección de Costos de Operación

Para proyectar los costos se determinó cuanto era el costo en dólares de cada cuenta de costos por GWh vendido. Por lo que de 2016 a 2018 se sacó un promedio del costo de cada cuenta que luego se multiplico por la proyección de demanda de GWh en base a los contratos de la empresa. Utilizando las proyecciones de la empresa se señala que en promedio el costo de la energía para la proyección es de US\$ 65 por MWh vendido de 2018 en adelante (ver gráfico 2) para los conceptos de Combustibles y Compras de Energía al Mercado. Para la perpetuidad redujimos los costos directos por GWh vendido para mantener los márgenes operacionales de la compañía ya que si asumiéramos que los costos no varían la empresa no produciría al no poder cubrir sus costos variables.

CUADRO 22:

COSTOS en dolares por GWh Vendido	2014	2015	2016	2017	3Q 2018	Promedio	P. Perpetuidad
Costos directos de ventas	\$ 110.912,05	\$ 98.592,60	\$ 86.264,46	\$ 103.248,12	\$ 103.024,08		
Combustibles	\$ 46.883,82	\$ 39.225,93	\$ 34.398,87	\$ 41.686,21	\$ 36.289,00	\$ 37.458,02	\$ 19.977,61
Costo de compras de energía al mercado	\$ 17.589,58	\$ 14.628,43	\$ 14.499,24	\$ 23.604,60	\$ 28.243,02	\$ 22.115,62	\$ 11.795,00
Depreciación y Amortización	\$ 14.353,96	\$ 14.457,83	\$ 14.728,34	\$ 15.595,68	\$ 13.492,06	\$ 14.605,36	\$ 7.789,53
Otros Costos directos	\$ 32.084,69	\$ 30.280,41	\$ 22.638,01	\$ 22.361,63	\$ 25.000,00	\$ 23.333,21	\$ 12.444,38
Costos no directos							
GAV	\$ 5.309,45	\$ 5.288,41	\$ 3.360,24	\$ 4.162,76	\$ 3.708,26	\$ 3.743,76	
Depreciación y amort. En el GAV	\$ 206,30	\$ 266,55	\$ 490,94	\$ 492,50	\$ 396,83	\$ 460,09	
Otros Ingresos o costos de operación.	-\$ 380,02	-\$ 948,93	-\$ 414,58	-\$ 598,03	-\$ 1.258,89	-\$ 757,17	
TOTAL	\$ 116.047,77	\$ 103.198,64	\$ 89.701,07	\$ 107.305,35	\$ 105.870,28		

*USD

Costos UF	CQ3 2018	2018	2019	2020	2021
Costos directos de ventas					
Combustibles	\$ 6.412.505,55	\$ 9.895.850,45	\$ 9.163.688,59	\$ 9.431.552,93	\$ 9.676.055,81
Costo de compras de energía al mercado	\$ 4.990.728,30	\$ 5.842.615,87	\$ 5.410.339,68	\$ 5.568.489,66	\$ 5.712.846,77
Depreciación y Amortización	\$ 2.384.136,68	\$ 3.317.881,05	\$ 3.102.291,68	\$ 3.011.933,67	\$ 2.924.207,45
Otros Costos directos	\$ 4.417.665,02	\$ 5.737.953,19	\$ 5.708.210,99	\$ 5.875.068,06	\$ 6.027.372,89
Costos no directos					
GAV	\$ 655.274,89	\$ 920.640,22	\$ 915.868,16	\$ 942.639,95	\$ 967.076,88
Depreciación y amort. En el GAV	\$ 70.121,67	\$ 97.584,74	\$ 91.243,87	\$ 88.586,28	\$ 86.006,10
Otros Ingresos o costos de operación.	-\$ 222.454,94	-\$ 186.197,53	-\$ 185.232,39	-\$ 190.646,93	-\$ 195.589,25
TOTAL	\$ 18.707.977,17	\$ 25.626.327,99	\$ 24.206.410,58	\$ 24.727.623,63	\$ 25.197.976,66

	2022	2023	2024	2025	2026	Perp
\$	9.898.330,76	\$ 9.610.029,86	\$ 9.621.151,86	\$ 9.623.473,44	\$ 9.343.178,10	\$ 4.837.891,57
\$	5.844.080,27	\$ 5.673.864,34	\$ 5.680.430,89	\$ 5.681.801,58	\$ 5.516.312,21	\$ 2.856.342,89
\$	2.839.036,36	\$ 2.756.345,98	\$ 2.676.064,06	\$ 2.598.120,45	\$ 2.522.447,03	\$ 2.448.977,70
\$	6.165.831,57	\$ 5.986.244,24	\$ 5.993.172,32	\$ 5.994.618,47	\$ 5.820.017,93	\$ 3.013.601,52
\$	989.292,23	\$ 960.477,89	\$ 961.589,49	\$ 961.821,52	\$ 933.807,30	\$ 906.609,03
\$	83.501,07	\$ 81.069,00	\$ 78.707,77	\$ 76.415,31	\$ 74.189,62	\$ 72.028,76
-\$	200.082,26	-\$ 194.254,62	-\$ 194.479,43	-\$ 194.526,36	-\$ 188.860,55	-\$ 183.359,75
\$	25.619.990,00	\$ 24.873.776,70	\$ 24.816.636,95	\$ 24.741.724,39	\$ 24.021.091,64	\$ 13.952.091,71

*UF

Proyección Resultado No Operacional

CUADRO 23:

Resultado No Operacional	CQ3 2018	2018	2019	2020	2021
Ingresos Financieros	\$ 112.461	\$ 149.947,53	\$ 149.948	\$ 149.948	\$ 149.948
Costos Financieros	-\$ 227.267	-\$ 303.022,32	-\$ 303.022	-\$ 303.022	-\$ 303.022
Ganancias contabilizadas por el metodo c	\$ 152.333	\$ 203.111,04	\$ 203.111	\$ 203.111	\$ 203.111
Diferencia de Cambio	-\$ 13.299	-\$ 17.731,92	-\$ 17.732	-\$ 17.732	-\$ 17.732
TOTAL	\$ 24.228	\$ 32.304,33	\$ 32.304	\$ 32.304	\$ 32.304

	2022		2023		2024		2025		2026		Perp
\$	149.948	\$	149.948	\$	149.948	\$	149.948	\$	149.948	\$	149.948
-\$	303.022	-\$	303.022	-\$	303.022	-\$	303.022	-\$	303.022	-\$	303.022
\$	203.111	\$	203.111	\$	203.111	\$	203.111	\$	203.111	\$	203.111
-\$	17.732	-\$	17.732	-\$	17.732	-\$	17.732	-\$	17.732	-\$	17.732
\$	32.304	\$	32.304	\$	32.304	\$	32.304	\$	32.304	\$	32.304

La cuenta de Ganancias Contabilizadas por el Método de Participación es la única cuenta que es de flujo recurrente, para su proyección solo se fue aumentando al 3% por año que es el supuesto de inflación utilizado. Para el resto de las cuentas del resultado operacional se utilizó la misma metodología.

EERR Proyectado

Luego de explicar los supuestos utilizados para la confección de las distintas cuentas, se estima la ganancia después de impuestos asumiendo una tasa de impuesto corporativa de 27%, inflación de 3% al año y tipo de cambio de largo plazo de \$670.

CUADRO 24:

Inflación		3%		3%		3%		3%		3%
USD		662		696		670		670		670
UF		27357		27566		28393		29245		30122
EERR Proyectado UF		CQ3 2018		2018		2019		2020		2021
Ingresos Ordinarios	\$	22.987.817	\$	32.090.393	\$	31.514.186	\$	32.066.627	\$	32.565.087
Costo de Venta	-\$	18.205.036	-\$	24.794.301	-\$	23.384.531	-\$	23.887.044	-\$	24.340.483
Ganancia Bruta	\$	4.782.781	\$	7.296.092	\$	8.129.655	\$	8.179.583	\$	8.224.604
Otros Ingresos de Operación	\$	222.455	\$	186.198	\$	185.232	\$	190.647	\$	195.589
Otros Gastos por funcion	-\$	70.122	-\$	97.585	-\$	91.244	-\$	88.586	-\$	86.006
GAV	-\$	655.275	-\$	920.640	-\$	915.868	-\$	942.640	-\$	967.077
Ganancia por actividades de operación	\$	4.279.840	\$	6.464.065	\$	7.307.776	\$	7.339.003	\$	7.367.111
Ingresos Financieros	\$	112.461	\$	149.947,53	\$	149.948	\$	149.948	\$	149.948
Costos Financieros	-\$	227.267	-\$	303.022,32	-\$	303.022	-\$	303.022	-\$	303.022
Ganancias contabilizadas por el metodo c	\$	152.333	\$	203.111,04	\$	203.111	\$	203.111	\$	203.111
Diferencia de Cambio	-\$	13.299	-\$	17.731,92	-\$	17.732	-\$	17.732	-\$	17.732
Ganancia o perdida antes de Impuesto	\$	4.304.067,92	\$	6.496.368,88	\$	7.340.080,09	\$	7.371.307,70	\$	7.399.414,93
Impuesto a las ganancias	\$	1.162.098,34	\$	1.754.019,60	\$	1.981.821,62	\$	1.990.253,08	\$	1.997.842,03
Ganancia despues de Impuesto	\$	3.141.969,58	\$	4.742.349,28	\$	5.358.258,47	\$	5.381.054,62	\$	5.401.572,90

	3% 670 31026	3% 670 31956	3% 670 32915	3% 670 33902	3% 670 34920	3% 670 35967
	2022	2023	2024	2025	2026	Perp
\$	33.011.908	\$ 31.607.527	\$ 31.402.042	\$ 31.179.053	\$ 30.124.489	\$ 18.023.634
-\$	24.747.279	-\$ 24.026.484	-\$ 23.970.819	-\$ 23.898.014	-\$ 23.201.955	-\$ 13.156.814
\$	8.264.629	\$ 7.581.042	\$ 7.431.222	\$ 7.281.039	\$ 6.922.534	\$ 4.866.820
\$	200.082	\$ 194.255	\$ 194.479	\$ 194.526	\$ 188.861	\$ 183.360
-\$	83.501	-\$ 81.069	-\$ 78.708	-\$ 76.415	-\$ 74.190	-\$ 72.029
-\$	989.292	-\$ 960.478	-\$ 961.589	-\$ 961.822	-\$ 933.807	-\$ 906.609
\$	7.391.918	\$ 6.733.750	\$ 6.585.405	\$ 6.437.329	\$ 6.103.398	\$ 4.071.542
\$	149.948	\$ 149.948	\$ 149.948	\$ 149.948	\$ 149.948	\$ 149.948
-\$	303.022	-\$ 303.022	-\$ 303.022	-\$ 303.022	-\$ 303.022	-\$ 303.022
\$	203.111	\$ 203.111	\$ 203.111	\$ 203.111	\$ 203.111	\$ 203.111
-\$	17.732	-\$ 17.732	-\$ 17.732	-\$ 17.732	-\$ 17.732	-\$ 17.732
\$	7.424.222,56	\$ 6.766.054,35	\$ 6.617.709,00	\$ 6.469.633,16	\$ 6.135.702,10	\$ 4.103.846,25
\$	2.004.540,09	\$ 1.826.834,67	\$ 1.786.781,43	\$ 1.746.800,95	\$ 1.656.639,57	\$ 1.108.038,49
\$	5.419.682,47	\$ 4.939.219,67	\$ 4.830.927,57	\$ 4.722.832,20	\$ 4.479.062,54	\$ 2.995.807,76

*UF

Capítulo 8: Proyección de Flujos de Caja Libre

Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles

Para el último trimestre de 2018 se asumió que la depreciación aumentó linealmente respecto a lo que había aumentado durante el transcurso del año, luego para los siguientes años se asumió una depreciación constante.

CUADRO 25:

Descomposición Dep. y Amort.	3Q 2018		*4/3	
Amortización Costos de ventas	\$	311.921	\$	415.894
Depreciación Costos de ventas (P,P y Equipo)	\$	2.028.692	\$	2.704.923
Depreciación Costos de ventas (Repuestos)	\$	42.315	\$	56.420
Depreciación en GAV	\$	70.122	\$	93.496
TOTAL	\$	2.453.049	\$	3.270.732

UF

	3Q 2018		*4/3	
Depreciación	\$	2.141.129	\$	2.854.838
Amortización	\$	311.921	\$	415.894
TOTAL	\$	2.453.049	\$	3.270.732

UF

	CQ3 2018		2018		2019		2020		2021	
Depreciación	\$	2.141.129	\$	2.854.838	\$	2.854.838	\$	2.854.838	\$	2.854.838
Amortización	\$	311.921	\$	415.894	\$	415.894	\$	415.894	\$	415.894
TOTAL	\$	2.453.049	\$	3.270.732	\$	3.270.732	\$	3.270.732	\$	3.270.732

	2022		2023		2024		2025		2026	
\$	2.854.838	\$	2.854.838	\$	2.854.838	\$	2.854.838	\$	2.854.838	
\$	415.894	\$	415.894	\$	415.894	\$	415.894	\$	415.894	
\$	3.270.732	\$	3.270.732	\$	3.270.732	\$	3.270.732	\$	3.270.732	

Inversión en Reposición.

La inversión en reposición se asumió que es igual a la depreciación. Es decir, la empresa invierte en reponer los activos que se van depreciando año a año. Este supuesto es justificado más adelante en el GRAFICO 3 donde la empresa, en una presentación a inversionistas, desglosa la inversión en reposición la cual calza con la depreciación de la empresa.

CUADRO 26:

	CQ3 2018	2018	2019	2020	2021
Reposición	\$ 2.141.129	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838

	2022	2023	2024	2025	2026
	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838

Nuevas Inversiones de Activo Fijo

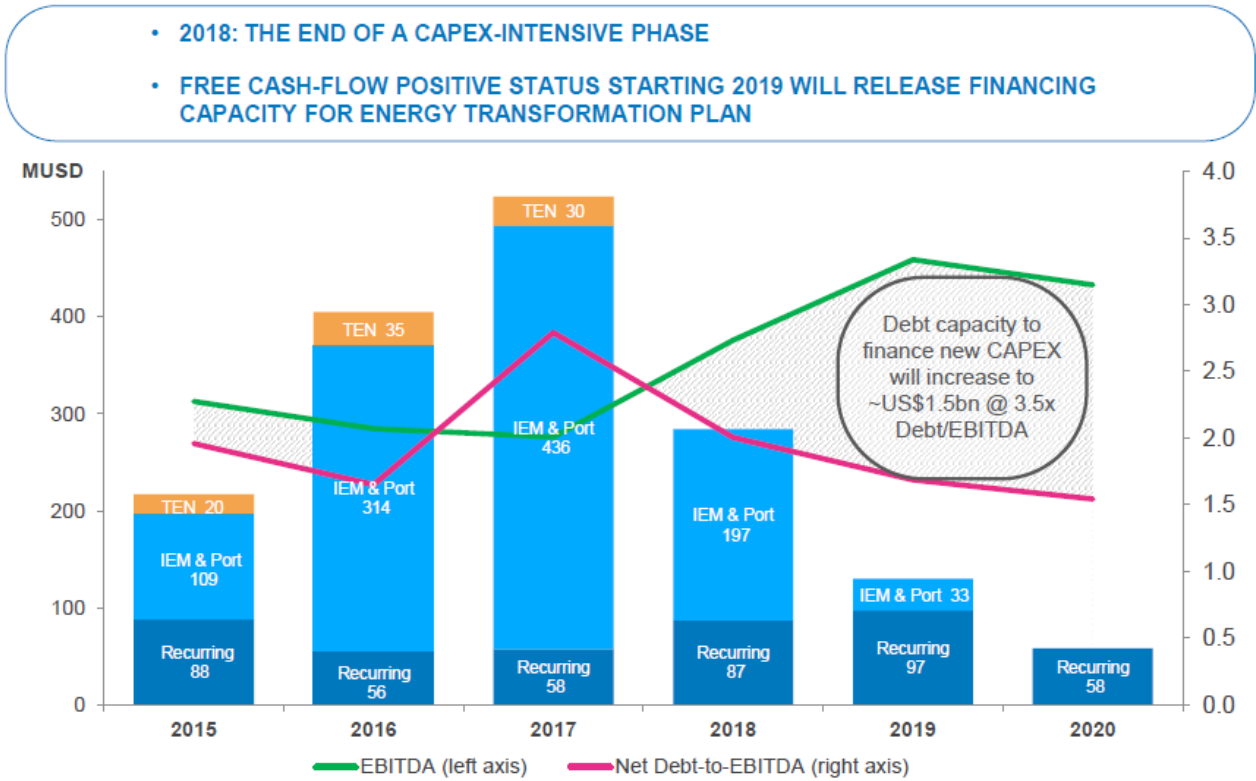
Según lo informado por la empresa en su presentación de resultados de Septiembre de 2018 (ver gráfico 3), la empresa durante ese mismo año finalizará su fase intensiva de CAPEX debido a la finalización de planta generadora Infraestructura Energética Mejillones (IEM), dando el siguiente Guidance hasta 2020, luego con los precios estimados de la energía a futuro la empresa podría salir a comprar energía al mercado para cumplir con los contratos energéticos que ya tiene a 2026:

CUADRO 27:

	2018	Restante 2018	2019	2020
CAPEX	\$ 4.971.774	\$ 229.770	\$ 778.719	-

UF

GRAFICO 3:



*Recuadro: - 2018 es el año final de la fase de Capex intensivo

- FCL positivo desde 2019 dará capacidad financiera para el plan de transformación energética

Fuente: Presentación de resultados Engie 9M 2018

Es interesante destacar que los recurrentes estimados por la empresa son similares a los estimados en base a la reposición construida con la depreciación. Para los años 2021 y 2022 se asumió que la empresa invierte USD\$ 45MM para hacer renovaciones e inversiones menores en su infraestructura.

Inversión en capital de trabajo

Para estimar esta cuenta en función de las ventas es necesario limpiar del capital de trabajo las cuentas que no estén relacionadas con la operación de Engie por lo que utilizamos el Capital de Trabajo Operacional Neto.

Capital de trabajo Operacional Neto (CTON): Act. Corriente Op. Neto - Pas. Corriente Op. Neto.

Razón CTON a Ventas: CTON/ Ingresos de actividades Ordinarias.

CUADRO 28:

Capital de Trabajo	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	09/30/2018
Activos Corrientes Total	\$ 16.757.119	\$ 20.983.323	\$ 16.133.355	\$ 8.758.071	\$ 9.709.177
Pasivos Corrientes Total	\$ 5.169.164	\$ 7.562.023	\$ 7.432.441	\$ 7.647.542	\$ 8.546.499
Capital de Trabajo	\$ 11.587.955	\$ 13.421.300	\$ 8.700.914	\$ 1.110.530	\$ 1.162.679
					UF
Capital de Trabajo Operacional Neto	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	09/30/2018
Otros Activos Financieros Corrientes	\$ 1.372.574	\$ 637.071	\$ 659.827	\$ 406.238	\$ 224.553
Deudores Comerciales y CxC	\$ 2.802.542	\$ 3.080.598	\$ 2.336.217	\$ 2.749.559	\$ 3.348.625
Inventarios	\$ 4.461.869	\$ 4.796.864	\$ 4.505.919	\$ 2.974.977	\$ 2.993.533
Activo Corriente Neto	\$ 8.636.985	\$ 8.514.534	\$ 7.501.962	\$ 6.130.774	\$ 6.566.711
Cuentas por Pagar	\$ 3.716.573	\$ 4.553.366	\$ 4.661.928	\$ 3.959.203	\$ 4.188.696
Pasivo Corriente Neto	\$ 3.716.573	\$ 4.553.366	\$ 4.661.928	\$ 3.959.203	\$ 4.188.696
Capital de trabajo operacional Neto	\$ 4.920.412	\$ 3.961.168	\$ 2.840.034	\$ 2.171.571	\$ 2.378.015
					UF
Razon CTON a Ventas	16%	13%	12%	9%	10%
					Promedio
					12%
CTON	CQ3 2018	2018	2019	2020	2021
CTON	\$ 2.737.458,8	\$ 3.821.421,0	\$ 3.752.804,6	\$ 3.818.590,9	\$ 3.877.949,1
Crecimiento CTON	\$ 565.888	\$ 1.083.962,2	-\$ 68.616,4	\$ 65.786,3	\$ 59.358,2
	2022	2023	2024	2025	2026
	\$ 3.931.157,9	\$ 3.763.919,9	\$ 3.739.450,1	\$ 3.712.896,0	\$ 3.587.315,3
	\$ 53.208,8	-\$ 167.238,0	-\$ 24.469,8	-\$ 26.554,1	-\$ 125.580,6
					*UF

La razón de capital de trabajo operacional neto a ventas (RCTON) promedio entre 2014 y 2018 fue de 12%, en el 3er trimestre de 2018 el RCTON fue de 10% por lo que la empresa se encuentra con un déficit de capital de trabajo operacional neto respecto a su historia.

Activos Prescindibles

Los activos prescindibles fueron clasificados como todos los activos no operacionales:

Activos No Operacionales

CUADRO 29:

Corrientes	Otros activos financieros corrientes	\$ 54.913
No Corrientes	Otros activos financieros no corrientes	\$ 15.088
No Corrientes	Plusvalía	\$ 606.891

Lo que nos da un total de UF \$676.892

Deuda financiera de la empresa

La deuda financiera a la fecha de la empresa es UF \$22.031.645,6 que corresponde a la cuenta “Otros Pasivos Financieros” del balance, que incluye pasivos corrientes y no corrientes.

Capítulo 9: Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

A continuación, se procederá a realizar una valoración económica del precio de la acción en base al método de flujos de caja descontados. Se supone un valor terminal sin crecimiento.

CUADRO 30:

FCL PROYECTADO	CQ3 2018	Ultimo Q 2018	2019	2020	2021	
Ganancia (Perdida)	\$ 3.141.970	\$ 1.185.587	\$ 5.358.258	\$ 5.381.055	\$ 5.401.573	
Ajustes						
Depreciación	\$ 2.141.129	\$ 713.710	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838	
Amortización	\$ 311.921	\$ 103.974	\$ 415.894	\$ 415.894	\$ 415.894	
Reposición	-\$ 2.141.129	-\$ 713.710	-\$ 2.854.838	-\$ 2.854.838	-\$ 2.854.838	
Inversiones	-\$ 3.588.239	-\$ 229.770	-\$ 778.719	\$ -	\$ -	
Capital de trabajo	-\$ 565.888	-\$ 270.991	-\$ 68.616	-\$ 65.786	-\$ 59.358	
FCL	-\$ 700.237	\$ 1.248.340	\$ 5.064.050	\$ 5.731.162	\$ 5.758.109	
Valor Terminal (K0=5,96%)						
FCL+VT	-\$ 700.237	\$ 1.248.340	\$ 5.064.050	\$ 5.731.162	\$ 5.758.109	
	2022	2023	2024	2025	2026	Perp
\$	5.419.682	\$ 4.939.220	\$ 4.830.928	\$ 4.722.832	\$ 4.479.063	\$ 2.995.808
\$	2.854.838	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838	\$ 2.854.838
\$	415.894	\$ 415.894	\$ 415.894	\$ 415.894	\$ 415.894	\$ 415.894
-\$	2.854.838	-\$ 2.854.838	-\$ 2.854.838	-\$ 2.854.838	-\$ 2.854.838	-\$ 2.854.838
\$	-	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
-\$	53.209	\$ 167.238	\$ 24.470	\$ 26.554	\$ 125.581	\$ -
\$	5.782.368	\$ 5.522.352	\$ 5.271.291	\$ 5.165.280	\$ 5.020.537	\$ 3.411.701,79
\$	5.782.368	5.522.352	5.271.291	5.165.280	62.263.856	

*UF

	UF
Valor Economico por FCD	\$ 70.646.340
Deficit de Capital de trabajo	-\$ 565.888
Prescindibles	\$ 676.892
Deuda Financiera	-\$ 22.031.646
Patrimonio Economico UF	\$ 48.725.698
Patrimonio Economico CLP	\$ 1.333.010.859.345
N° de acciones	1.053.309.776
Precio por accion	1.266
Precio accion CLP 30.09.2018	1.260
Up Side	0,44%

Para el año 2027 se perpetuó el flujo a través de estimar que se venden 13.000 Gwh a perpetuidad, disminuyendo el precio de venta a US \$60 MWh para los clientes libres, y a US \$70 MWh para los regulados.

El valor terminal del año 2027 se perpetuó y se calculó su valor presente utilizando la tasa de costo de capital calculada de 5,52%.

Para el cálculo del valor presente a Septiembre de 2018, se consideró para ese año solo el flujo del 4to trimestre restante del año para traerlo a valor presente, para los siguientes años, se consideraron para el cálculo del valor presente, el valor del año completo.

Con los supuestos anteriores se llega a que el precio de la acción está bien estimado por el mercado. Se recomienda mantener la acción en el portafolio.

Capítulo 10: Conclusiones

A pesar de que el precio de mercado al momento de realizar la valorización haya sido similar al estimado, durante la confección del FCD salieron a la luz muchas verdades sobre valorizar Engie. La principal sin duda es la falta de visión que hay para los precios monomicos de largo plazo en el mercado spot. Si bien existen diversos estudios realizados por organismos estatales, así como privados, hay grandes discrepancias en cuanto a determinar con que fuerza caerán los precios por GWh en el largo plazo. Por lo que al estimar la perpetuidad de los flujos, si bien hay visibilidad de la demanda, los precios pueden sufrir importantes variaciones no previstas.

La segunda verdad que sale a la luz al valorizar esta empresa es ver la información que utilizan los demás analistas del mercado para llegar a un precio objetivo por esta acción. Viendo los distintos flujos de varios de los analistas de los bancos de inversión de la plaza nacional, se observa que existe consenso en cuanto a la credibilidad de los datos otorgados por Engie Energía en sus presentaciones con inversionistas. Por ejemplo, el precio promedio de compra de energía y combustibles en el mercado, proporcionado por Engie Energía a los inversionistas, de US\$ 65 el MWh. Este valor es dado por cierto y utilizado para muchas de las proyecciones a futuro realizadas por analistas por lo que si bien esto es lo que indica la empresa que será el costo de energía a futuro, hay que ver que esto se valla cumpliendo durante los próximos ejercicios, confirmando así que es un supuesto adecuado para realizar la valorización. Otro supuesto utilizado es tomar los contratos con clientes regulados como contratos que serán cumplidos por las contrapartes, omitiendo que en caso de que la energía siga bajando los clientes vean otras formas de evitar los contratos celebrados con Engie.

La tercera verdad que sale a la luz es que los contratos están en USD, pero los costos fijos son en CLP por lo que el valor de la empresa es sensible al tipo de cambio a utilizar en la valorización.

El valor terminal de la valorización por flujos de caja descontados de Engie Energía nos da un precio objetivo de la acción al 30 de Septiembre de 2018 de CLP\$1.266, un 0,44% mayor al valor de la acción ese mismo día en el mercado accionario. Por lo que la recomendación es de mantener este título en nuestro portafolio de acciones.

Anexos

Bibliografía

Maqueira V., Carlos. “Finanzas Corporativas – Teoría y Práctica”, 2015.

Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset".
Second Edition (2002),

Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000.

Bolsa de Comercio de Santiago, <http://www.bolsadesantiago.com>

Inversionistas Engie Energía Chile, <https://engie-energia.cl/>

Comisión para el mercado Financiero, <http://www.cmfchile.cl>

Comisión Nacional de Energía, <https://www.cne.cl>

Información de respaldo y cálculos

En CD Adjunto se respalda archivos Excel con cálculos matemáticos utilizados durante la valoración.

Activos Engie al 30 de Septiembre de 2018

Estados de Situación Financiera Consolidados Clasificado Intermedios, al 30 de Septiembre de 2018 (no auditado) y al 31 de Diciembre de 2017, expresados en miles de dólares estadounidenses

ACTIVOS	Nota	30-09-2018	31-12-2017
		kUSD	kUSD
Activos Corrientes			
Efectivo y equivalentes al efectivo	6	107.562	78.141
Otros activos financieros corrientes	7-20	2.271	2.845
Otros activos no financieros corrientes	8	8.855	28.551
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	9	147.078	122.171
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	10	6.846	7.183
Inventarios corrientes	11	124.499	129.548
Activos por impuestos corrientes, corriente	12	6.687	12.939
Activos Corrientes, Total		403.798	381.378
Activos No Corrientes			
Otros activos financieros no corrientes	7	624	71
Otros activos no financieros no corrientes	13	12.617	9.884
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	9	58	250
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	10	67.393	65.633
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	14	98.656	80.746
Activos intangibles distintos de la plusvalía	15	242.791	255.452
Plusvalía	16	25.099	25.099
Propiedades, planta y equipo	17	2.626.429	2.543.495
Activos por impuestos diferidos	18	2.162	2.195
Activos No Corrientes, Total		3.075.829	2.982.825
Activos, Total		3.479.627	3.364.203

Pasivos y Patrimonio Engie al 30 de Septiembre de 2018

Estados de Situación Financiera Consolidados Clasificado Intermedios, al 30 de Septiembre de 2018 (no auditado) y al 31 de Diciembre de 2017, expresados en miles de dólares estadounidenses

PATRIMONIO Y PASIVOS	Nota	30-09-2018	31-12-2017
		kUSD	kUSD
Pasivos Corrientes			
Otros pasivos financieros corrientes	19-20	126.794	117.299
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	22	158.495	161.218
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	10	27.660	24.674
Pasivos por impuestos corrientes	12	24.194	9.110
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	23	12.848	14.745
Otros pasivos no financieros corrientes	24	5.452	5.973
Pasivos Corrientes, Total		355.443	333.019
Pasivos No Corrientes			
Otros pasivos financieros no corrientes	19-20	791.690	731.413
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	10	368	532
Otras provisiones no corrientes	25	4.473	6.828
Pasivo por impuestos diferidos	18	207.492	226.673
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	26	244	267
Pasivos, No Corrientes, Total		1.004.267	965.713
Total Pasivos		1.359.710	1.298.732
Patrimonio			
Capital Emitido		1.043.728	1.043.728
Ganancias acumuladas		672.421	626.065
Otras Reservas	27	331.601	321.700
Patrimonio Neto Atribuible a los Propietarios de la Controladora		2.047.750	1.991.493
Participaciones No Controladoras	28	72.167	73.978
Patrimonio Total		2.119.917	2.065.471
Patrimonio y Pasivos, Total		3.479.627	3.364.203

EERR Consolidados Engie al 30 de Septiembre de 2018

Estados de Resultados Integrales Consolidados por Función Intermedios, al 30 de Septiembre de 2018 y 2017 (no auditado), expresados en miles de dólares estadounidenses

Estado Consolidado de Resultados Integrales por Función	Nota	Enero-Septiembre		Julio-Septiembre	
		2018 kUSD	2017 kUSD	2018 kUSD	2017 kUSD
Ingresos de actividades ordinarias	29	950.657	782.175	347.277	251.734
Costo de ventas	30	(752.873)	(658.829)	(283.671)	(216.660)
Ganancia bruta		197.784	123.346	63.606	35.074
Otros ingresos	31	8.441	15.363	1.140	3.309
Gastos de administración	32	(29.991)	(29.120)	(10.429)	(11.690)
Otros gastos, por función	34	(71.597)	(1.361)	1.072	(1.092)
Ganancia (Pérdida) por actividades de operación		104.637	108.228	55.389	25.601
Ingresos financieros	35	4.651	1.909	1.630	21
Costos financieros	36	(9.399)	(10.014)	(4.271)	(2.259)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	14	6.300	608	1.744	191
Diferencias de cambio	37	(550)	392	1.028	1.460
Ganancia (Pérdida) antes de impuesto		105.639	101.123	55.520	25.014
Resultado por impuestos, operaciones continuadas	18	(26.581)	(26.173)	(15.254)	(6.181)
Ganancia (Pérdida) procedente de operaciones		79.058	74.950	40.266	18.833
Ganancia (Pérdida) atribuible a					
Ganancia (Pérdida) atribuible a los propietarios de la controladora		72.521	69.305	37.277	18.146
Ganancia (Pérdida) atribuible a participaciones no controladoras	28	6.537	5.645	2.989	687
Ganancias por Acción					
Ganancia (Pérdida)		72.521	69.305	37.277	18.146
Ganancia (Pérdida) por acción básica en operaciones continuadas	38	USD 0.069	USD 0.066	USD 0.035	USD 0.017

Otros Resultados Integrales Consolidados Engie al 30 de Septiembre de 2018

Otros Resultados Integrales Consolidados Intermedios, al 30 de Septiembre de 2018 y 2017 (no auditado), expresados en miles de dólares estadounidenses

Otro resultado integral	Enero-Septiembre		Julio-Septiembre	
	2018 kUSD	2017 kUSD	2018 kUSD	2017 kUSD
Ganancia (Pérdida)	79.058	74.950	40.266	18.833
Coberturas del flujo de efectivo				
Ganancias (pérdidas) por coberturas de flujos de efectivo, antes de impuestos	1.764	(3.381)	6.721	(3.428)
Impuesto a las ganancias relacionado con coberturas de flujos de efectivo de otro resultado integral				
Impuesto a las ganancias relacionado con coberturas de flujos de efectivo de otro resultado integral	(441)	(724)	(1.744)	(209)
Otro resultado integral	1.323	(4.105)	4.977	(3.637)
Resultado Integral	80.381	70.845	45.243	15.196
Resultado Integral atribuible a:				
Resultado integral atribuible a los propietarios de la controladora	73.844	65.200	42.254	14.509
Resultado integral atribuible a participaciones no controladoras	6.537	5.645	2.989	687
Resultado Integral Total	80.381	70.845	45.243	15.196