



**“VALORACION DE ENGIE ENERGIA CHILE S.A.”
MEDIANTE METODO DE MULTIPLOS**

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR EL

TÍTULO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Profesor: Gabriela Clivio

Estudiante: Wei Gong

Santiago, octubre 2021

Contenido

Indice de tablas	3
Indice de Ilustraciones:.....	4
RESUMEN EJERCUTIVO	1
1. METODOLOGÍA.....	2
1.1.1. Método de múltiplos.....	2
2. Descripción de la empresa e industria	4
2.1. Descripción de la empresa	4
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia	4
2.1.2. Principales accionistas.....	5
2.1.3. Filiales.....	5
2.2. Descripción de la industria	6
2.2.1. Estado actual	6
2.2.2. Regulación y fiscalización	7
2.2.3. Empresas comparables	9
3. Financiamiento y estructura de capital de la empresa	14
3.1. Deuda financiera	14
3.2. Patrimonio económico	17
3.3. Valor económico.....	17
3.4. Estructura de capital histórica y objetivo:	18
4. Estimación del costo de capital de la empresa	21
4.1. Costo de la deuda	21
4.2. Beta de la deuda	22
4.3. Estimación de la beta patrimonial.....	22
4.4. Beta patrimonial sin deuda	23
4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	24
4.6. Costo patrimonial.....	24
4.7. Costo de capital.....	25

5. Transición del carbón a energías renovables	26
5.1 Generación actual de EECL	26
5.2 Nuevas inversiones	27
5.3 Financiamiento nuevas inversiones.....	28
5.4 Desconexión de plantas termoeléctricas	29
5.5 Depreciación del ejercicio.....	30
5.6 Costos operacionales centrales termoeléctricas versus energías renovables.....	31
6. Valorización por múltiplos	32
6.1. Análisis de las empresas comparables	32
6.2. Múltiplos EECL	36
6.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria	37
6.4. Análisis de los resultados	37
7. CONCLUSION	39
8. BIBLIOGRAFÍA	40
ANEXOS	42
<u>A) ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA 2017-2021.....</u>	42
B) ESTADO DE RESULTADO 2017 - 2021	43

Índice de tablas

Tabla 1: Principales accionistas.....	5
Tabla 2: Composición deuda	14
Tabla 3: Bonos.....	15
Tabla 4: Préstamos bancarios	15
Tabla 5: Préstamos entre relacionadas	15
Tabla 6: Leasing	16
Tabla 7: Deuda total.....	16
Tabla 8: Patrimonio económico.....	17
Tabla 9: Capital contable	17
Tabla 10: Valor económico	18
Tabla 11: Ratios Deuda y Patrimonio	18
Tabla 12: Empresas comparables	18
Tabla 13: Comparables nacionales.....	19
Tabla 14: Datos último Bono EECL	21
Tabla 15: Resultado regresión	23
Tabla 16: Capacidad instalada actual	27
Tabla 17: Capacidad instalada esperada.....	28
Tabla 18: Deuda proyectada.....	28
Tabla 19: Plan de inversiones.....	29
Tabla 20: Desconexiones de plantas esperadas	29
Tabla 21: % Depreciación sobre activos fijos netos.....	30
Tabla 22: Depreciación nuevas plantas esperada	30
Tabla 23: Depreciación activo fijo netos proyectada.....	31
Tabla 24: Total depreciación proyectada	31
Tabla 25: Indicadores financieros EECL.....	34
Tabla 26: Indicadores financieros ENEL	35
Tabla 27: Indicadores financieros Colbún	35
Tabla 28: Indicadores financieros Aes Andes	36
Tabla 29: Múltiplos EECL.....	37
Tabla 30: Múltiplos de la industria.....	37
Tabla 31: Resultado múltiplos.....	37

Indice de Ilustraciones:

Ilustración 1: Diagrama industria de energía..... 7

RESUMEN EJERCUTIVO

EECL es una de las principales empresas de generación y transmisión de energía del país, conformando parte de las 26 empresas que conforman el IPSA. Es la cuarta empresa generadora de energía a nivel nacional con más de 2.200 MW en capacidad instalada.

En el desarrollo de este informe se valoriza la empresa bajo el método de múltiplos de empresas comparables al 31 de marzo del 2021.

El precio bajo los múltiplos de comparables da un promedio de USD1,31.

El precio de mercado de la acción a la fecha de valoración es de USD 1,12, el cual ha venido disminuyendo sistemáticamente desde el 2019, fecha en que se presenta un proyecto de ley para prohibir el uso de centrales termoeléctricas.

EECL cuenta con un estructurado plan de descarbonización que se espera sea finalizado el 31 de diciembre del 2025, por lo que los esfuerzos de la empresa están concentrados en lograr la transición energética manteniendo su segmento de mercado. Esperamos que, al finalizar el plan, el precio de la acción de EECL comience a aumentar gradualmente dado que ya tendría las herramientas para generar su propia energía y de esa manera cubrir con sus obligaciones contractuales. No lograr la transición energética implicaría, además, que EECL esté sujeta a los precios de energía del mercado spot lo que afectaría directamente el margen de la compañía.

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

1.1.1. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

2 . Descripción de la empresa e industria

2.1. Descripción de la empresa

2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

ENGIE Energía Chile (EECL) es una empresa con presencia en los mercados de generación, transmisión, transporte de gas e infraestructura portuaria. La compañía es una subsidiaria del grupo ENGIE, el mayor productor independiente de energía del mundo, cuyo propósito es acelerar la transición hacia una economía carbono neutral, ofreciendo generación eléctrica baja en emisiones de carbono, energías renovables y soluciones eficientes e inteligentes para las personas, empresas y ciudades.

Actualmente EECL es uno de los generadores de electricidad más importante de Chile (cuarto a nivel nacional) con cerca de 2.200 MW de capacidad instalada, más de 9.700GWh en ventas de energía. Cuenta con una destacada participación (tercer lugar) en el sector de transmisión, con casi 3.000 km de líneas en operación, considerando entre ellos la línea TEN de 600 km, que en 2017 permitió al país contar con un único sistema eléctrico. Sumado eso, también opera 2 puertos en la zona norte del país y cuenta con una capacidad de 8 millones de m³ de transporte diario potencial de gas.

2.1.2. Principales accionistas

Tabla 1: Principales accionistas

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	% de propiedad
ENGIE LATAM SA	631.924.219	59,99%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	35.767.876	3,40%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	31.114.469	2,95%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION C	18.177.635	1,73%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	16.817.825	1,60%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION B	15.780.591	1,50%
AFP HABITAT S A FONDO TIPO A	15.014.763	1,43%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO A	14.372.536	1,36%
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSION	13.931.000	1,32%
BCI C DE B S A	13.878.993	1,32%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO B	13.464.140	1,28%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION A	13.416.414	1,27%

Fuente: CMF Chile (hasta fin de marzo, 2021)

2.1.3. Filiales

Sus principales filiales son:

- **Electroandina S.A.:** Empresa generadora de electricidad, opera la Central Termoeléctrica Tocopilla, construida en 1915
- **Central Termoeléctrica Andina S.A.:** Fue fundada en 2006, la línea de negocio de la empresa incluye la generación, transmisión y / o distribución de energía eléctrica.
- **Gasoducto Nor Andino SpA:** Gasoducto de gas natural en Argentina y Chile.
- **Gasoducto Nor Andino Argentina S.A.:** Gasoducto de gas natural en Argentina.
- **Inversiones Hornitos SpA. :** Empresa de Generación, transmisión y distribución de energía.
- **Edelnor Transmisión S.A.:** Empresa de transmisión de electricidad, constituida en el 2008.
- **Solairedirect Generación VI SpA:** Empresa de Generación, Transmisión y Distribución de Energía Eléctrica.
- **Solairedirect Generación IX SpA:** Empresa de generación de energía eléctrica en centrales termoeléctricas.

- **Parque Eólico Los Trigales SpA:** Empresa de generación, opera el parque eólico Los Trigales.
- **Solar Los Loros SpA:** Empresa de generación, opera el parque solar Los Loros.
- **PV Coya SpA:** Empresa de generación, opera un parque solar.
- **Eólica Monte Redondo SpA:** Empresa de generación, opera un parque eólico

2.2. Descripción de la industria

2.2.1. Estado actual

El sector eléctrico de Chile es un mercado liberalizado maduro, abierto a la inversión privada en todos los segmentos de la cadena de valor. Fue el primer país en privatizar y reestructurar su industria energética en la región, aumentando así la transparencia y eficiencia de su sector eléctrico. Desde entonces, el sector ha evolucionado hasta la actual estructura más competitiva, aunque cinco empresas aún dominan el segmento de generación (Enel Generación, AES Andes, Colbún y Engie) pero en los últimos años, como consecuencia de las ERNC, muchos nuevos actores han entrado en el mercado.

En diciembre de 2017, se creó un nuevo mercado único (denominado SEN1) al unificar el SIC y el SING y un único operador del sistema denominado Coordinador Eléctrico Nacional (“CEN”; Coordinador Nacional de Energía). Las funciones del CEN incluyen asegurar un suministro adecuado de electricidad al sistema y proporcionar un despacho eficiente y económico de las centrales eléctricas.

El sector eléctrico de Chile está compuesto por 3 pilares:

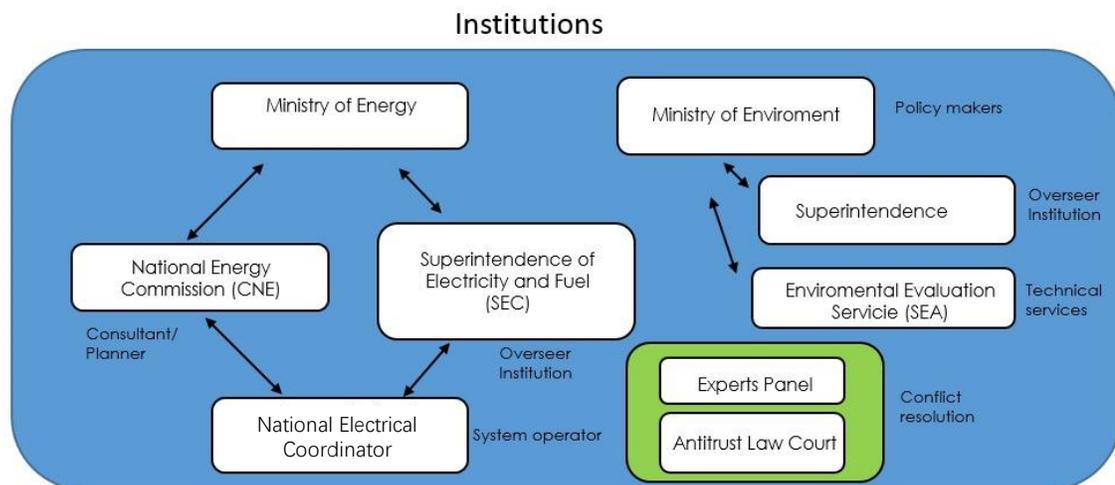
Generación: Enel Generación, AES Andes, Colbún y Engie dominan con 62% de la participación del mercado, de los cuales, 64% de sus generaciones son vendidos a grandes clientes industriales y 46% a clientes regulados;

Transmisión: Transelec es la empresa más grande en el segmento de transmisión, cuenta con 48% de las líneas troncales;

Distribución: Son 26 empresas de distribución, entre los cuales hay 3 empresas dominantes, SGCC (adquirió Chilquinta y CGE en 2020 y 2021), Enel Distribución y SAESA.

2.2.2. Regulación y fiscalización

Ilustración 1: Diagrama industria de energía



Fuente: Reporte de mercado de Systep, 2017

Ministerio de Energía: El Ministerio de Energía es el departamento gubernamental para asuntos energéticos. Es el encargado de formular las políticas, programas y estándares orientados a promover el buen funcionamiento y desarrollo del sector energético.

Comisión Nacional de Energía (CNE): De acuerdo con la Ley, la Comisión es un órgano técnico encargado de analizar precios, tarifas y normas técnicas a las que debe adherirse la producción, generación, transporte y distribución de energía, a fin de contar con una energía suficiente, segura y servicio de calidad, compatible con la operación más económica.

La Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC): La superintendencia de Electricidad y Combustibles es una entidad cuya misión es velar por el adecuado funcionamiento de los servicios de electricidad, gas y combustibles, en términos de su seguridad, calidad y precio.

Coordinador Eléctrico Nacional: Coordinador Eléctrico Nacional es el coordinador y operador independiente del sistema eléctrico con representantes de los principales participantes del sector eléctrico (empresas de generación, transmisión y distribución, así como grandes clientes no regulados), cuya misión es determinar la operación de todas instalaciones en el sistema, incluido generación y transmisión.

Ministerio del Ambiente: El ministerio de Ambiente fue creado en enero de 2010, reemplazando a la antigua Comisión Nacional del Ambiente (CONAMA). Este Ministerio tiene a su cargo el desarrollo e implementación de diversos instrumentos de gestión ambiental en relación a las normas, protección de los recursos naturales, educación ambiental y control de la contaminación, entre otros temas.

Panel de Expertos: El panel de expertos fue establecido por la Ley N ° 19.940 de 2004, es un órgano colegiado especializado para resolver discrepancias en el sector eléctrico.

2.2.3. Empresas comparables

Nombre de la Empresa	Enel Generación Chile S.A.
País	Chile
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Ticker o Nemo técnico	ENELGXCH
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Enel Generación Chile S.A., una empresa de servicios eléctricos, se dedica a la generación, transmisión y distribución de electricidad en Chile. La empresa genera electricidad a través de fuentes de energía hidroeléctrica, térmica y eólica. Al 31 de diciembre de 2019, contaba con 6.114 megavatios de capacidad instalada con 28 instalaciones de generación y un total de 110 unidades de generación.</p> <p>La empresa también suministra su electricidad a empresas de distribución de electricidad reguladas; empresas industriales no reguladas principalmente en los sectores de minería, celulosa y acero; y el mercado de la piscina. Además, ofrece servicios de consultoría en ingeniería.</p> <p>La compañía se conocía anteriormente como Empresa Nacional de Electricidad S.A. y cambió su nombre a Enel Generación Chile S.A. en noviembre de 2016. La compañía fue fundada en 1943 y tiene su sede en Santiago, Chile. Enel Generación Chile S.A. es una subsidiaria de Enel Chile S.A.</p>
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Generación, distribución de energía.
Negocios en que se encuentra	En los últimos 12 meses, su EBITDA es 654,2 millones dólares, y su margen de EBITADA es 34,1%.

Nombre de la Empresa	Companhia Energética de Pernambuco – CELPE
País	Brasil
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Sao Paulo
Ticker o Nemo técnico	CEPE5
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Companhia Energética de Pernambuco - CELPE se dedica a la generación y distribución de electricidad a clientes residenciales y rurales, e industriales y comerciales en Brasil. Atiende aproximadamente a 3,6 millones de clientes.</p> <p>La empresa fue fundada en 1965 y tiene su sede en Recife, Brasil. Companhia Energética de Pernambuco - CELPE opera como subsidiaria de Neoenergia S.A.</p>
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Generación, distribución de energía.
Negocios en que se encuentra	En los últimos 12 meses, su EBITDA es 180,3 millones dólares, y su margen de EBITADA es 13,0%.

Nombre de la Empresa	Elektro Redes S.A.
País	Brasil
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Sao Paulo
Ticker o Nemotécnico	EKTR4
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Elektro Redes S.A. se dedica a la distribución de energía eléctrica a hogares y empresas en Brasil. La empresa distribuye electricidad a 223 ciudades de São Paulo y 5 ciudades de Mato Grosso do Sul. Atiende aproximadamente a 6 millones de personas.</p> <p>La empresa se conocía anteriormente como Elektro Eletricidade e Serviços S.A. y cambió su nombre a Elektro Redes S.A. en agosto de 2016. La empresa fue fundada en 1998 y tiene su sede en Campinas, Brasil.</p>
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Distribución de energía
Negocios en que se encuentra	En los últimos 12 meses, su EBITDA es 253,6 millones dólares, y su margen de EBITADA es 18,2%.

Nombre de la Empresa	Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A.
País	Brasil
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Sao Paulo
Ticker o Nemotécnico	EQPA3
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A. distribuye electricidad a clientes residenciales, industriales, comerciales, corporativos y rurales en el estado de Pará. Distribuye electricidad en cinco regiones, entre ellas Belém, Castanhal, Marabá, Santarém y Altamira; y atiende a 144 municipios que comprenden aproximadamente 8,6 millones de clientes.</p> <p>La empresa fue fundada en 1902 y tiene su sede en Belém, Brasil. Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A. opera como una subsidiaria de Equatorial Energia S.A.</p>
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Distribución de energía
Negocios en que se encuentra	En los últimos 12 meses, su EBITDA es 295,0 millones dólares, y su margen de EBITADA es 24,9%.

Nombre de la Empresa	Alupar Investimento S.A.
País	Brasil
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Sao Paulo
Ticker o Nemotécnico	ALUP11
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Alupar Investimento S.A., a través de sus subsidiarias, se dedica a la generación, transformación, transporte, distribución y comercialización de electricidad principalmente en Brasil, Colombia y Perú. La empresa opera a través de los segmentos de Transmisión y Generación. Opera 4 pequeñas centrales hidroeléctricas, 3 hidroeléctricas y 1 plantas de energía eólica con una capacidad instalada total de 580 MW. La compañía también tiene la concesión de 30 activos de transmisión por un total de 7.929 km de líneas de transmisión.</p>

	La empresa se conocía anteriormente como Alusa Participações y cambió su nombre a Alupar Investimento S.A. en julio de 2007. La empresa fue fundada en 2006 y tiene su sede en São Paulo, Brasil. Alupar Investimento S.A. es una subsidiaria de Guarupart Participações Ltda.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Generación, transmisión de energía.
Negocios en que se encuentra	En los últimos 12 meses, su EBITDA es 747,8 millones dólares, y su margen de EBITADA es 60,0%.

Nombre de la Empresa	Compañía General de Electricidad S.A.
País	Chile
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Ticker o Nemo técnico	CGE
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Compañía General de Electricidad S.A., se dedica a la distribución de energía eléctrica en Chile. La empresa brinda diversos servicios, tales como mantenimiento correctivo, arrendamiento de instalaciones eléctricas y equipos de medición, despacho postal, postes de soporte, elaboración de proyectos, redes de distribución aérea y subterránea, alumbrado público aéreo y subterráneo, iluminación LED, diagnóstico y mantenimiento, y paneles solares.</p> <p>Compañía General de Electricidad S.A. fue fundada en 1905 y tiene su sede en Santiago, Chile. Al 27 de julio de 2021, Compañía General de Electricidad S.A. opera como subsidiaria de State Grid International Development Co., Ltd.</p>
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Distribución de energía.
Negocios en que se encuentra	En los últimos 12 meses, su EBITDA es 274,4 millones dólares, y su margen de EBITADA es 12,2%.

Nombre de la Empresa	Societatea Energetica Electrica S.A.
País	Rumania
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de valores de Bucharest (BVB) Bolsa de valores de London (LSE)
Ticker o Nemo técnico	BVB: EL LSE: ELSA
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Descripción de la Empresa (profile)	<p>Societatea Energetica Electrica S.A., junto con sus subsidiarias, se dedica a la distribución y suministro de electricidad en Rumania. Opera a través de los segmentos de Suministro de Electricidad y Gas Natural, Distribución de Electricidad, Generación de Electricidad y Mantenimiento de Redes Eléctricas Externas. La empresa brinda servicios de distribución de electricidad a proveedores de electricidad; suministra electricidad a los consumidores en el norte de Transilvania, el sur de Transilvania y el norte de Muntenia; y abastece de gas natural. También ofrece servicios de construcción, reparación, mantenimiento y otros para el sector energético. La compañía se conocía anteriormente como Societatea de Distributie si Furnizare a Energiei Electrice Electrica S.A. y cambió su nombre a Societatea Energetica Electrica S.A. en abril de 2016. Societatea Energetica Electrica S.A. fue fundada en 1898 y tiene su sede en Bucarest, Rumania.</p>

Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Distribución de energía.
Negocios en que se encuentra	En los últimos 12 meses, su EBITDA es 206,7 millones dólares, y su margen de EBITADA es 13,2%.

Nombre de la Empresa	Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S/A
País	Brasil
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Sao Paulo
Ticker o Nemo-técnico	ENMT4
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Descripción de la Empresa (profile)	Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S / A se dedica a la distribución de energía eléctrica. Ofrece servicios a 141 municipios del Estado de Mato Grosso, Brasil. La empresa se conocía anteriormente como Centrais Eléctricas Matogrossenses y cambió su nombre a Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S / A en febrero de 2015. La empresa fue fundada en 1958 y tiene su sede en Cuiabá, Brasil. Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S / A es una subsidiaria de Rede Energia S.A.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Distribución de energía.
Negocios en que se encuentra	En los últimos 12 meses, su EBITDA es 287,0 millones dólares, y su margen de EBITADA es 27,4%.

Nombre de la Empresa	Luz del Sur S.A.A.
País	Perú
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Lima
Ticker o Nemo-técnico	LUSURC1
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Descripción de la Empresa (profile)	Luz del Sur S.A.A. opera como una empresa de distribución, transmisión y generación eléctrica en Perú y resto de Latinoamérica. La empresa atiende a los sectores residencial, comercial, de servicios e industrial. Atiende aproximadamente a 1'130.000 millones de clientes con una superficie de 3.900 kilómetros cuadrados, incluidos 65 distritos de Lima, Huarochirí y Cañete. La empresa se conocía anteriormente como Edelsur. La empresa fue fundada en 1994 y tiene su sede en San Isidro, Perú. Luz del Sur S.A.A. es una subsidiaria de Ontario Quinta S.R.L.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Distribución de energía.
Negocios en que se encuentra	En los últimos 12 meses, su EBITDA es 221,5 millones dólares, y su margen de EBITADA es 27,9%.

Nombre de la Empresa	Centrais Eléctricas de Santa Catarina S.A.
País	Brasil
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Sao Paulo
Ticker o Nemo-técnico	CLSC4
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes.
Descripción de la Empresa (profile)	Centrais Eléctricas de Santa Catarina S.A., a través de sus subsidiarias, genera, transmite y distribuye electricidad en Brasil. Principalmente posee

	y administra plantas hidroeléctricas, además de distribuir gas natural a través de tuberías. La empresa fue fundada en 1955 y tiene su sede en Florianópolis, Brasil.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Generación, transmisión y distribución de energía.
Negocios en que se encuentra	En los últimos 12 meses, su EBITDA es 177,5 millones dólares, y su margen de EBITADA es 9,9%.

Nombre de la Empresa	Colbún SA
País	Chile
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Ticker o Nemo-técnico	COLBUN.SN
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Descripción de la Empresa (profile)	Es una empresa de origen chileno dedicada a la generación de energía eléctrica. Cuenta con 25 centrales de generación en Chile y Perú, a través de las cuales posee una capacidad instalada total cercana a los 3.900 MW distribuidos en distintos tipos de tecnologías de generación. La empresa cuenta además con 941 kilómetros de líneas de transmisión y en ella trabajan en total cerca de 1.000 personas.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Generación, transmisión de energía.
Negocios en que se encuentra	Los últimos 12 meses su EBITDA es de 518,45.

Nombre de la Empresa	Aes Andes S.A
País	Chile
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Ticker o Nemo-técnico	AESANDES
Clase de Acción	NA
Derechos de cada Clase	Acciones comunes
Descripción de la Empresa (profile)	AES Andes lanzó su nueva identidad corporativa, la que refleja su transformación sostenible y ratifica su compromiso con acelerar el futuro de la energía y la transición hacia fuentes renovables de generación. El cambio en el nombre de la empresa- desde AES Gener- fue aprobado en su junta de accionistas del 23 de abril del 2021. Esta nueva marca representa la evolución de la compañía desde el lanzamiento de su estrategia Greentegra con la cual busca convertirse en la principal empresa proveedora de soluciones energéticas en Sudamérica. Al 2024, AES Andes habrá incrementado en 165% su capacidad renovable, lo que, sumado a un proceso gradual y responsable de descarbonización, reducirá en 44% la intensidad de carbono de su portafolio.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Generación, distribución de energía
Negocios en que se encuentra	Los últimos 12 meses su EBITDA es de 972,45

3. Financiamiento y estructura de capital de la empresa

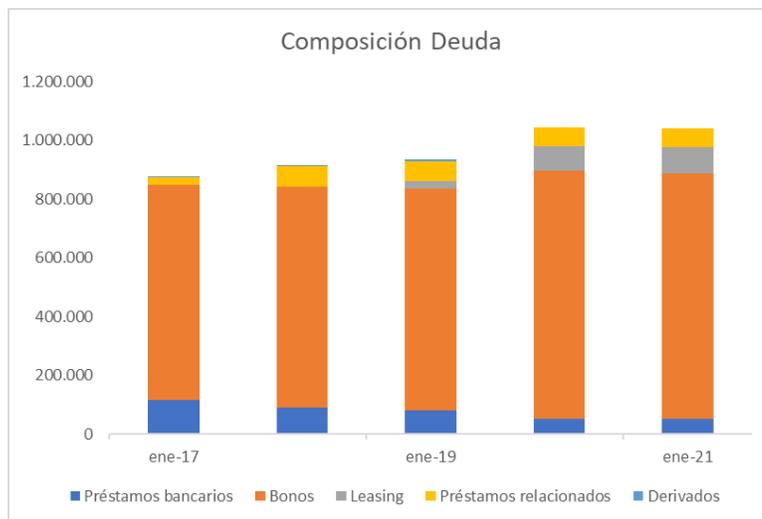
A continuación, analizaremos la composición de su deuda y capital. El detalle es el siguiente:

3.1. Deuda financiera

La deuda total ha aumentado en aproximadamente un 19% entre los años 2017 y 2021, desde MUSD874 a MUSD1.040.

La composición de la deuda se muestra en el siguiente gráfico:

Tabla 2: Composición deuda



Total deuda por año:	
31.03.2021:	MUSD 1.040
31.12.2020:	MUSD 1.043
31.12.2019:	MUSD 933
31.12.2018:	MUSD 913
31.12.2017:	MUSD 874

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a información financiera.

La mayor proporción de deuda la componen los bonos, el detalle es el siguiente:

Tabla 3: Bonos

Description	Type	Principal Due (USD)	Coupon/Base Rate	Maturity	Seniority	Secured	Convertible	Repayment Currency
Bond Issue	Bonds and Notes	-	5.63%	ene-15-2021	Senior	No	No	USD
Bond Issue	Bonds and Notes	348,0	4,50%	ene-29-2025	Senior	No	No	USD
Bond Issue	Bonds and Notes	496,8	3,40%	ene-28-2030	Senior	No	No	USD

Por otro lado, los préstamos se componen de la siguiente manera:

Tabla 4: Préstamos bancarios

Description	Type	Principal Due (USD)	Coupon/Base Rate	Maturity	Seniority	Secured	Convertible	Repayment Currency
Bank Loans with Banco Estado	Term Loans	50,5	1,58%	may-14-2021	Senior	No	No	USD
Interest-Bearing Loans from Scotiabank USD	Term Loans	-	2,17%	oct-06-2020	Senior	No	No	USD
Interest-Bearing Loans from State Bank USD	Term Loans	-	3,10%	jun-25-2020	Senior	No	No	USD

Los préstamos con empresas relacionadas son:

Tabla 5: Préstamos entre relacionadas

Description	Type	Principal Due (USD)	Coupon/Base Rate	Maturity	Seniority	Secured	Convertible	Repayment Currency
Leasing Payable from Transmisora Electrica Del Norte - USD	Capital Lease	56,3	NA	-	Senior	Yes	No	USD
Loan from CAM Chile SPA - UF	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	CLF
Loan from Energy Consulting Services SA - USD	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	USD
Loan from Engie Digital - EUR	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	EUR
Loan from Engie Gas Chile SPA - USD	Term Loans	0,3	NA	mar-31-2022	Senior	No	No	USD
Loan from Engie Gas Chile SPA - USD	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	USD
Loan from Engie GBS Latam SA De CV - USD	Term Loans	-	NA	mar-31-2022	Senior	No	No	USD
Loan from Engie Information Et Technology - EUR	Term Loans	0,1	NA	mar-31-2022	Senior	No	No	EUR
Loan from ENGIE Latam S A - EUR	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	EUR
Loan from ENGIE Latam SA - USD	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	USD
Loan from Engie SA - EUR	Term Loans	-	NA	mar-31-2022	Senior	No	No	EUR
Loan from Eolica Monte Redondo SPA - USD	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	USD
Loan from IMA Automatizacion Ltda. - UF	Term Loans	0,1	NA	-	Senior	No	No	CLF
Loan from IMA Industrial Ltda - CLP	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	CLP
Loan from IMA Industrial Ltda. - UF	Term Loans	0,5	NA	-	Senior	No	No	CLF
Loan from Inversiones Punta Rieles Ltda - USD	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	USD
Loan from Laborelec Chile SPA - EUR	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	EUR
Loan from Laborelec Chile SPA - UF	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	CLF
Loan from Laborelec Latin America - EUR	Term Loans	0,1	NA	mar-31-2022	Senior	No	No	EUR
Loan from Los Andes Rent a Car Ltda. - UF	Term Loans	-	NA	mar-31-2022	Senior	No	No	CLF
Loan from Sociedad GNL Mejillones SA - USD	Term Loans	5,3	NA	mar-31-2022	Senior	No	No	USD
Loan from Solairedirect Chile Ltd - CLP	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	CLP
Loan from Solairedirect Global Operations SA - USD	Term Loans	0,2	NA	-	Senior	No	No	USD
Loan from Termika SA Engineering and Assembly - UF	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	CLF
Loan from Termika Servicios De Mantenimiento S A - CLP	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	CLP
Loan from Termika Servicios De Mantenimiento SA - UF	Term Loans	0,2	NA	mar-31-2022	Senior	No	No	CLF
Loan from Tractebel Engineering SA - CLP	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	CLP
Loan from Tractebel Engineering SA - UF	Term Loans	0,1	NA	-	Senior	No	No	CLF
Loan from Transmisora Electrica Del Norte SA - CLP	Term Loans	-	NA	-	Senior	No	No	CLP
Loan from Transmisora Electrica Del Norte SA - USD	Term Loans	1,3	NA	-	Senior	No	No	USD

Por último, el detalle de los leasings es el siguiente:

Tabla 6: Leasing

Description	Type	Principal Due (USD)	Coupon/Base Rate	Maturity	Seniority	Secured	Convertible	Repayment Currency
Lease Liabilities	Capital Lease	1,8	4,46%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	0,4	3,81%	mar-31-2022	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	0,3	3,81%	mar-31-2022	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	0,4	3,81%	mar-31-2022	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	0,5	3,40%	-	Senior	Yes	No	CLP
Lease Liabilities	Capital Lease	0,1	3,81%	mar-31-2022	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	7,3	2,43%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	-	2,99%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	4,0	2,45%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	-	3,37%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	23,7	2,94%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	1,2	3,56%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	1,7	2,67%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	3,3	4,01%	-	Senior	Yes	No	USD
Lease Liabilities	Capital Lease	1,1	4,37%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	0,2	2,96%	-	Senior	Yes	No	CLP
Lease Liabilities	Capital Lease	2,5	2,50%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	9,6	3,81%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	6,8	3,81%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	12,0	3,81%	-	Senior	Yes	No	CLF
Lease Liabilities	Capital Lease	5,8	3,81%	-	Senior	Yes	No	CLF

*Fuente: Todas las tablas presentadas fueron extraídas desde Capital IQ.

La siguiente tabla muestra un resumen de la deuda total de la empresa EECL.

Tabla 7: Deuda total

En kUSD	mar-21	dic-20	dic-19	dic-18	dic-17
Total corriente	70.729	78.339	116.383	120.184	141.973
Préstamos bancarios que devengan intereses	50.693	50.496	80.663	91.472	117.057
Obligaciones con el público porción corto plazo	5.597	13.784	16.919	16.919	-
Derivados	-	-	4.501	1.498	242
Leasing NIIF 16	5.762	4.327	1.665	-	-
Préstamos relacionados	8.677	9.732	12.635	10.295	24.674
Total no corriente	969.689	964.287	816.877	792.524	731.945
Leasing NiiF 16	84.115	78.341	22.742	-	-
Obligaciones con el público	831.008	830.998	737.704	734.610	731.413
Préstamos relacionados	54.566	54.948	56.431	57.914	532
Total	1.040.418	1.042.626	933.260	912.708	873.918

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a información financiera.

El corto plazo ha disminuido en un 50% mientras que el largo plazo ha aumentado aprox. un 14%. Esto significa que se ha modificado el leverage de la empresa siendo en más de un 90% para el largo plazo.

En el año 2017 la proporción de la deuda cp/lp era de 16% vs 84% mientras que en el 2021 es de 7% vs 93%. Sin embargo, durante el año debería aumentar la proporción en la porción corriente debido al devengo de intereses que vencen el año 2022, ya que el año 2021 lleva solo una porción de tres meses.

3.2. Patrimonio económico

El patrimonio de EECL, de acuerdo con los precios de las acciones en cada fecha, es el siguiente:

Tabla 8: Patrimonio económico

En kUSD	mar-21	dic-20	dic-19	dic-18	dic-17
Número de acciones	1.053.309.776	1.053.309.776	1.053.309.776	1.053.309.776	1.053.309.776
Precio de la acción USD	1,120036607	1,223215792	1,53769708	1,823369604	2,148987354
Precio acción CLP	819,99	870	1145	1268,5	1322,1
TC	732,11	711,24	744,62	695,69	615,22
Market Cap	1.179.746	1.288.425	1.619.671	1.920.573	2.263.549

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a información financiera.

Por otro lado, el capital contable no ha sufrido modificaciones los últimos años:

Tabla 9: Capital contable

En kUSD	mar-21	dic-20	dic-19	dic-18	dic-17
Número de acciones	1.053.309.776	1.053.309.776	1.053.309.776	1.053.309.776	1.053.309.776
Precio de la acción	0,99090	0,99090	0,99090	0,99090	0,99090
Total	1.043.728	1.043.728	1.043.728	1.043.728	1.043.728

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a información financiera.

3.3. Valor económico

El valor económico de EECL entre el 31 de diciembre del 2017 y el 31 de marzo de 2021 se resume en el siguiente cuadro:

Tabla 10: Valor económico

	mar-21	dic-20	dic-19	dic-18	dic-17
Valor deuda financiera (B)	1.040.418	1.042.626	933.260	912.708	873.918
Patrimonio económico (P)	1.179.746	1.288.425	1.619.671	1.920.573	2.263.549
Valor económico (V)	2.220.164	2.331.051	2.552.931	2.833.281	3.137.467

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a información financiera.

Si analizamos esta información nos da como resultado las siguientes ratios:

Tabla 11: Ratios Deuda y Patrimonio

En %	mar-21	dic-20	dic-19	dic-18	dic-17	E.C. Histórica Promedio T1-T5	E.C. Histórica Promedio T3-T5	E.C. Objetivo Promedio Tx-Tx
B/V	46,86%	44,73%	36,56%	32,21%	27,85%	-19,01%	-10,31%	37,64%
P/V	53,14%	55,27%	63,44%	67,79%	72,15%	19,01%	10,31%	62,36%
B/P	88,19%	80,92%	57,62%	47,52%	38,61%	-49,58%	-30,57%	62,57%

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a información financiera.

Los últimos años la deuda ha aumentado hasta llegar a un porcentaje cercano al % de capital siendo la estructura 53% deuda y 47% capital al 31 de marzo del 2021. El promedio entre los años 2017 y el 31 de marzo del 2021 es de 37% deuda y 63% capital.

3.4. Estructura de capital histórica y objetivo:

Para determinar la estructura de capital objetivo se contrastará la información de acuerdo a sus comparables. Las empresas comparables definidas con anterioridad tienen la siguiente proporción de deuda vs capital.

Tabla 12: Empresas comparables

Empresas	Capital	Deuda
Enel Generación Chile S.A.	72%	28%
Companhia Energética de Pernambuco - CELPE	29%	71%
Elektro Redes S.A.	64%	36%
Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A.	85%	15%
Alupar Invermento S.A.	50%	50%
Compañía General de Electricidad S.A	62%	38%
Societatea Energetica Electrica S.A.	92%	8%
Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S/A	76%	24%
Luz del Sur S.A.A.	75%	25%
Centrais Eléctricas de Santa Catarina S.A.	70%	30%
Colbún S.A	44%	56%
Aes Andes S.A (Aes Gener)	70%	30%
Promedio	66%	34%
Mediana	70%	30%
Mínimo	29%	8%
Máximo	92%	71%

Fuente: Información extraída desde Capital IQ.

El promedio de la industria es de 34% de deuda y 66% de capital, por lo que EECL excede la deuda esperable para su industria.

Si revisamos los datos solo de las comparables nacionales nos da como resultado un promedio de 38% de deuda y 62% de capital.

Tabla 13: Comparables nacionales

Enel Generación Chile S.A.	72%	28%
Colbún S.A	44%	56%
Aes Andes S.A (Aes Gener)	70%	30%
Promedio	62%	38%
Mediana	70%	30%
Mínimo	44%	28%
Máximo	92%	56%

Fuente: Información extraída desde Capital IQ.

Para efectos de análisis consideraremos la tabla completa con todas las comparables de la industria.

Hasta el año 2019 la estructura de capital de EECL está de acuerdo a sus comparables, sin embargo, entre los años 2020 y lo que va del 2021 ha aumentado fuertemente su deuda para realizar su estrategia corporativa.

Mínimos y máximos de las empresas comparables

Dentro de los comparables tenemos a Sociedad Energética SA que tiene una deuda de tan solo 8% financiando su operación principalmente con capital y por otro lado a la Compañía Eléctrica de Pernambuco que tiene una deuda de 71%, la cual dentro de las comparables tiene el leverage más alto, muy por sobre el promedio.

4. Estimación del costo de capital de la empresa

4.1. Costo de la deuda

El último bono que emitió EECL tiene los siguientes caracteres:

Tabla 14: Datos último Bono EECL

Ítems	Datos
Fecha de emisión	28 de enero de 2020
Fecha de caducidad	28 de enero de 2030
Cupón nominal	3,4%
Tipo	American
Frecuencia de cupón	Semi-anual
Monto emitido	500.000.000,00
Moneda	US dólar
Calificación	Fitch BBB+/S&P BBB

Según Eikon, el Yield to Maturity es 3,484%.

Name	ENGIE ENERGIA CHILE SA	Type	Value
Domicile	Chile (CL)	ISIN	US29287TAA79
Country of Incorporation	Chile (CL)	▼ SAME OFFERING	
Legal Entity Identifier	5493000FIKCC3ZDWT077	Corresponding Regulation S ISIN	USP3762TAA99
TRBC Economic Sector	Utilities	Common Code	211230169
TRBC Business Sector	Utilities	► Show More	
TRBC Industry Group	Electric Utilities & IPPs		
TRBC Industry	Electric Utilities		
TRBC Activity	Electric Utilities (NEC)		
Industry	Utilities-Electric - Utilities-Electric		
► Show More			
BOND RATINGS			
Rating Agency & Type	Rating	Watch Code	Outlo... Rating Endorsement Affirmation D...
Fitch Long-term Issue Credit Rating	BBB+ (12-Jun-2020)	--	-- EUEUKE 03-Jun-2021
S&P Long-term Issue Credit Rating	BBB (15-Jan-2020)	--	-- EUEUKE --
SCHEDULES & HISTORY			
ASSET STATUS HISTORY		HISTORICAL BOND RATINGS	
Date	Status	Rating Source	Date Rating
28-Jan-2020	Issued	Fitch Long-term Issue Credit ...	03-Jun-2021 (A) BBB+
23-Jan-2020	To Be Issued	Fitch Long-term Issue Credit ...	15-Jan-2020 (R) BBB
		S&P Long-term Issue Credit ...	15-Jan-2020 (R) BBB
AMOUNT OUTSTANDING HISTORY			
Date	Amt Change Code	Amt Outstanding	Currency Issue / Redemption Price (%) Yield
28-Jan-2020	Initial Issuance	500,000,000	USD 99.296 3.484

4.2. Beta de la deuda

Para estimar la beta de la deuda, aplicamos la formula CAPM:

$$K_b = R_f + \beta_d \times PRM$$

Donde,

R_f lo podemos saber desde los instrumentos libres de riesgos, en este caso, aplicamos la tasa de interés de bonos de tesoro de EE. UU. de 30 años al día 31 de marzo de 2021, que es 2,41%.¹

PRM lo sacamos desde la pagina web de Damodaran, el Premium Por Riesgo de Mercado en este caso es: 5,40% (la ultima actualización es 8 de enero de 2021)²

Por ende, $\beta_d = 0,1989$

4.3. Estimación de la beta patrimonial

Para estimar la beta patrimonial, dado que EECL es una empresa que transa en la bolsa, la podemos calcular mediante el modelo de mercado

$$R_{t,i} = \alpha + \beta \times R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$$

Para $R_{t,i}$, se utiliza el precio de cierre del día viernes de cada semana desde el 1 de abril de 2019 hasta 31 de marzo de 2021. Igual, para que la acción de EECL sea liquida, se necesita verificar si la presencia bursátil de EECL es 100%, si no es 100%, es necesario

¹ <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2021>

² <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

considerar premio por iliquidez. Para eso, se necesita verificar a través de la página de la Bolsa de Santiago.³

Para $R_{t,m}$, se utiliza el índice de IGPA del mismo periodo. El resultado de la regresión está en la siguiente:

Tabla 15: Resultado regresión

	Mar-21
Beta de la acción	0,6432
P-value	0,0000
No observaciones	95
R ²	0,3643
Presencia bursátil	100%

Fuente: <https://es.investing.com> (para los precios y retornos)

4.4. Beta patrimonial sin deuda

Para estimar la beta patrimonial sin deuda, se necesita aplicar la siguiente fórmula:

$$\beta^{c/d} = \beta^{s/d} \times \left[1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P} \right] - \beta_d \times (1 - t_c) \times \frac{B}{P}$$

Donde,

$$t_c = 27\%$$

$\frac{B}{P}$ es la estructura de capital promedio histórica de EECL, es 0,6257

$$\beta^{c/d} = 0,6432$$

$$\beta_d = 0,1989$$

Por ende,

$$0,6432 = \beta^{s/d} \times [1 + (1 - 27\%) \times 0,6257] - 0,1989 \times (1 - 27\%) \times 0,6257$$

$$\beta^{s/d} = 0,5039$$

³ https://www.bolsadesantiago.com/presencia_bursatil (para la presencia bursátil)

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Para estimar la beta patrimonial con estructura de capital objetivo, se necesita aplicar la misma formula:

$$\beta^{c/d} = \beta^{s/d} \times \left[1 + (1 - t_c) \times \frac{B}{P} \right] - \beta_d \times (1 - t_c) \times \frac{B}{P}$$

Donde,

$$t_c = 27\%$$

$\frac{B}{P}$ es la estructura de capital objetivo de EECL, utilizando 34,45% dividido por

65,55%(sección 3.4), es igual a 0,5256

$$\beta^{s/d} = 0,5039$$

$$\beta_d = 0,1989$$

Por ende,

$$\beta^{c/d} = 0,5039 \times [1 + (1 - 27\%) \times 0,5256] - 0,1989 \times (1 - 27\%) \times 0,5256$$

$$\beta^{c/d} = 0,6209$$

4.6. Costo patrimonial

Para estimar el costo patrimonial, se necesita aplicar la siguiente formula:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \times PRM$$

Donde,

$$R_f = 2,41\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,6209$$

$$PRM = 5,40\%$$

Por ende,

$$K_p = 2,41\% + 0,6209 \times 5,40\%$$

$$K_p = 5,76\%$$

4.7. Costo de capital

Para estimar el costo de capital promedio ponderado, se necesita aplicar la siguiente formula:

$$K_0 = K_p \times \frac{P}{V} + K_b \times (1 - t_c) \times \frac{B}{V}$$

Donde,

$$K_p = 5,76\%$$

$$K_b = 3,48\%$$

$$\frac{P}{V} = 65,55\%$$

$$\frac{B}{V} = 34,45\%$$

$$t_c = 27\%$$

Por ende,

$$K_0 = 5,76\% \times 65,55\% + 3,48\% \times (1 - 27\%) \times 34,45\%$$

$$K_0 = 4,65\%$$

5. Transición del carbón a energías renovables

Debido al proyecto de ley N° boletín 13196-12 que prohíbe la instalación y funcionamiento de termoeléctricas en todo el país desde el 31 de diciembre del 2025, el cual actualmente se encuentra en tramitación en el congreso, es que la principal fuente de generación de EECL se ve amenazada. A la fecha de este informe el proyecto de ley se encuentra aprobado por la cámara de diputados (22 de junio del 2021) y a la espera de su aprobación en la cámara de senadores.

Adicionalmente, en abril del 2008 se promulgó la ley 20.257 que fue modificada con la ley 20.698 en octubre del 2013, que incentivan el uso de Energías Renovables No Convencionales (ERNC). Esta ley obliga a los generadores a que un 5% de su energía comercializada provenga de fuentes renovables, aumentando progresivamente en 0,5% por año a partir del 2015 y hasta el 2024.

Por todo lo anterior, EECL ha presentado un plan de descarbonización por etapas que permitiría el reemplazo de la energía a carbón a otras fuentes renovables.

5.1 Generación actual de EECL

Actualmente EECL tiene una capacidad instalada de 2.200 MW aprox, lo que corresponde al 7% del total del mercado eléctrico, de acuerdo a ilustración 10. Los MW por tipo de energía se conforman de la siguiente manera:

Tabla 16: Capacidad instalada actual

Tipo de energía	Capacidad instalada
Solar	64 MW
Petróleo diesel	55 MW
Carbón	1.335 MW
Hidráulica pasada	45 MW
Eólica	48 MW
Gas natural	643 MW
Capacidad Total	2.190 MW

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a Presentación Q1'21 Engie Chile S.A

Como se puede apreciar en la tabla el 60%, de la capacidad instalada de EECL corresponde a carbón, por lo que realizar una exitosa transición es vital para poder permanecer en la industria de energía.

Con todo, actualmente EECL cuenta con contratos de PPA (Power Purchase Agreement) tanto con sus clientes regulados y no regulados. Esto significa que ya tiene contratos de venta de energía sin necesariamente tener generación propia, por lo que actualmente el ingreso está "asegurado". Sin embargo, esto implica, que deberá salir al mercado a generar contratos de compra de energía o comprarla a precio spot, por lo que el riesgo de EECL no es no generar ingresos sino disminuir abruptamente sus márgenes.

5.2 Nuevas inversiones

Bajo el plan de descarbonización se espera la construcción y adquisición de nuevas plantas que generen energías renovables. Este plan se desarrollará por fases donde se espera a finales del 2025 lograr generar más de 1.000 MW de capacidad.

Las principales plantas que conforman este plan son las siguientes:

Tabla 17: Capacidad instalada esperada

Nombre	Tipo de energía	MW	Año de operación
Los Loros	Solar	55 MW	2019*
Monte Redondo	Eólico	82 MW	2020*
Capricornio	Solar	95 MW	2021
Calama	Eólico	151 MW	2021
Tamaya	Solar	114 MW	2021
Coya	Solar	198 MW	2022
Otras centrales	Eólico	359 MW	2023-2025

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a Memoria anual 2021

5.3 Financiamiento nuevas inversiones

Para el desarrollo de estos proyectos es que la empresa espera tomar deuda por más de US\$1 bn, de acuerdo con lo que ha manifestado públicamente en su memoria anual y reporte a sus inversionistas.

Dada esta información es que preparamos la proyección de la deuda:

- Creemos que la empresa emitirá un bono a finales del 2022 por US\$1.2bn a 10 años con pago de capital al vencimiento y con pagos de intereses anuales.
- La tasa para un bono de estas características es de 2,94%, de acuerdo a la información publicada por la empresa en el reporte a accionistas Q1'21.

Tabla 18: Deuda proyectada

Deuda proyectada (Kusd)	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Total prestamos + bonos	887.298	836.623	2.012.026	1.976.746	1.918.630
Nuevos préstamos	0	1.200.000			
Pago de intereses	-50.675	-24.597	-35.280	-58.116	-56.408
Deuda proyectada	836.623	2.012.026	1.976.746	1.918.630	1.862.222
Tasa costo por intereses	6%	2,94%	2,94%	2,94%	2,94%
Costo por intereses		59.877	58.116	56.408	54.749

Elaboración propia de acuerdo a EEFF

De esta manera, estaría financiado gran parte de los nuevos proyectos.

El plan de inversiones proyectado se presenta a continuación:

Tabla 19: Plan de inversiones

Plan de inversion(en kUSD)	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Construccion de centrales nuevas(en kUSD)	256.000	233.000	300.000	300.000	200.000
Conversion de centrales de carbon(en kUSD)		12.000	23.000	24.000	16.000
Total	256.000	245.000	323.000	324.000	216.000

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a Presentación a inversionistas Q1'21

5.4 Desconexión de plantas termoeléctricas

Junto a la compra y desarrollo de nuevos proyectos de energías renovables también se espera la desconexión de centrales termoeléctricas.

El calendario de desconexión de centrales termoeléctricas es el siguiente:

Tabla 20: Desconexiones de plantas esperadas

Nombre	Tipo de energía	MW	Año de operación
U12	Carbón	171 MW	2019*
U13	Carbón		2019*
U14	Carbón	268 MW	2022
U15	Carbón		2022
CTM1	Carbón	334 MW	2023-2025
CTM2	Carbón		

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a Presentación a inversionistas Q1'21

Producto de la desconexión de las Unidades 12 y 13 se generó el año 2019 un deterioro económico por Kusd182.000 aprox. (Tabla 26 Otros gastos).

Para los años siguientes se espera un deterioro económico equivalente al 30% de los activos fijos netos al 31.03.2021.

Cabe señalar, que algunos componentes de las centrales termoeléctricas podrán ser reutilizados y/o vendidos por lo que no se verá deteriorado el 100% de las plantas.

La estimación del deterioro de activos para los años futuros es la siguiente:

Deterioro de activos					
Activo fijo neto al 31/03/2021	2.666.674	30%	800.002	5 años	160.000

Al ser este un deterioro financiero esperado, dentro de la proyección de estados de resultados se registrará sistemáticamente los próximos 5 años hasta el 2025 donde se espera terminar la transición. Esto para no afectar negativamente solo un periodo.

5.5 Depreciación del ejercicio

De acuerdo con la información histórica, la depreciación del ejercicio corresponde al 6% aprox. Del total del activo fijo neto.

Tabla 21: % Depreciación sobre activos fijos netos

	2021	2020	2019	2018	2017	Promedio
Activo fijo	2.666.674	2.668.897	2.561.391	2.635.728	2.543.495	2.615.237
Depreciación	154.612	175.500	151.700	133.500	133.500	149.762
Dep/AF	6%	7%	6%	5%	5%	6%

Fuente: Elaboración propia

Considerando que las plantas solares y eólicas tienen una vida útil igual o similar a las plantas termoeléctricas de 30 años aprox, es que usaremos la tasa promedio de depreciación para proyectar la depreciación de las nuevas inversiones.

Tabla 22: Depreciación nuevas plantas esperada

Año	Nuevas plantas	Depreciación aprox.
2021	256.000	14.648
2022	245.000	14.019
2023	323.000	18.482
2024	324.000	18.539
2025	216.000	12.359

Fuente: Elaboración propia

Además, calculamos la depreciación de los activos vigentes netos de deterioro:

Tabla 23: Depreciación activo fijo netos proyectada

Año	Activos vigentes	Depreciación aprox.
2021	2.356.911	134.862
2022	2.047.148	117.138
2023	1.737.385	99.413
2024	1.427.623	81.688
2025	1.117.860	63.964

Fuente: Elaboración propia

La suma de ambos nos da como resultado el siguiente resultado por depreciación:

Tabla 24: Total depreciación proyectada

Año	Deprec. Nuevas inv.	Deprec. Actuales inv.	Deprec. Total
2021	14.648	134.862	149.510
2022	14.019	117.138	131.156
2023	18.482	99.413	117.895
2024	18.539	81.688	100.228
2025	12.359	63.964	76.323

Fuente: Elaboración propia

Si comparamos la depreciación total calculada versus la depreciación promedio de los últimos años de MUS\$150 aprox. Podemos ver que el efecto que se genera entre las nuevas adquisiciones y las bajas de plantas termoeléctricas se anula entre sí en los primeros años.

Como estos son cálculos aproximados, se asumirá que no hay un efecto significativo en la depreciación producto del plan de descarbonización.

5.6 Costos operacionales centrales termoeléctricas versus energías renovables

El gran costo que presentan las energías renovables versus las energías convencionales es la fuerte inversión inicial que se debe realizar para lograr la misma capacidad instalada. Es necesario invertir alrededor de 4 veces más para generar la misma energía.

Esto se debe a que las energías renovables dependen de las condiciones climáticas del sector donde se instale la planta, por lo que su factor planta es bajo. Así las energías solares necesitan cielos despejados y poca nubosidad para producir energía solo durante el día. Por otro lado, las centrales eólicas dependerán de las horas peak que sopla el viento.

Con todo, los costos de inversión inicial son compensados a largo plazo con los bajos costos operacionales y de mantención que estas plantas presentan.

Otro factor importante, es que debido a los gases contaminantes que emiten las centrales a carbón se están generando cada vez mayores restricciones y controles, por lo que otros costos de operación han ido en aumento debido a la mitigación que deben realizar las empresas a la comunidad.

6. Valorización por múltiplos

6.1. Análisis de las empresas comparables

EECL tiene 3 empresas comparables chilenas que cumplen características similares a las que posee EECL.

Estas son:

- Colbún: *“El objeto social de la Compañía es producir, transportar, distribuir y suministrar energía y potencia eléctrica, pudiendo para tales efectos adquirir y explotar concesiones y servirse de las mercedes o derechos que obtenga. Asimismo, está facultada para transportar, distribuir, suministrar y comercializar gas natural para su venta a procesos industriales o de generación.*

Adicionalmente, puede prestar asesorías en el campo de la ingeniería, tanto en el país como en el extranjero”.

- *Aes Gener: “AES Andes (ex Aes Gener) es una sociedad anónima abierta orientada fundamentalmente a la generación de electricidad. Su misión es acelerar el futuro de la energía, junto a sus clientes, accionistas, trabajadores, comunidades, proveedores y demás personas y grupos con los cuales se relaciona.”*
- *Enel: “Enel Chile tiene como objeto realizar, en el país o en el extranjero la exploración, desarrollo, operación, generación, distribución, transmisión, transformación y/o venta de energía en cualquiera de sus formas o naturaleza, directamente o por intermedio de otras empresas, como así mismo, actividades en telecomunicaciones y la prestación de asesoramiento de ingeniería. Adicionalmente, también tiene como objeto invertir y administrar su inversión en sociedades subsidiarias y asociadas, que sean generadoras, transmisoras, distribuidoras o comercializadoras de energía eléctrica o cuyo giro corresponda a cualquiera de las siguientes: i) La energía en cualquiera de sus formas o naturaleza, ii) Al suministro de servicios públicos o que tengan como insumo principal la energía, iii) Las telecomunicaciones e informática, y iv) Negocios de intermediación a través de internet.*

Se eligen estas tres empresas comparables por las siguientes características:

- 1) Todas operan en el mercado nacional.
- 2) Su mayor ingreso es generado por la actividad de generación. De acuerdo a tabla 18, más del 80% de los ingresos de EECL son percibidos por actividades de generación, menos del 10% por actividades de transmisión.

Para calcular los múltiplos de mercado previamente necesitamos la siguiente información de la empresa.

Tabla 25: Indicadores financieros EECL

Indicador financiero	Mar-21	Mar-20
Precio de la acción:	1,120036607	1,115443696
Valor acción CLP	819,99	944
TC	732,11	846,3
Ganancia por acción:	0,1142	0,0938
Precio de la acción contable:	0,9909	0,9909
Market Cap	1.179.746	1.174.908
Patrimonio total	2.160.873	2.101.869
Cantidad de acciones	1.053.309.776	1.053.309.776
EBIT	237.830	374.336
EBITDA	420.569	528.948
Net income	120.309	98.762
Ingresos	1.348.654	1.445.881
Ingresos por acción	0,001280	0,001373
Deuda total	1.040.418	954.551
Cash	199.867	184.599
EV	2.020.297	1.944.860
Capital	1.043.728	1.043.728

Fuente: Elaboración propia

Tabla 26: Indicadores financieros ENEL

Indicador financiero	Mar-21	Mar-20	Promedio
Precio de la acción:	0,35	0,33	0,34
Valor acción CLP	253,01	279,57	266,29
TC	732,11	846,30	789,21
Ganancia por acción:	-	0,01	0,01
Precio de la acción contable:	0,30	0,27	0,28
Market Cap	2.834,44	2.709,40	2.771,92
Patrimonio total	2.450,57	2.251,10	2.350,84
Cantidad de acciones	8.201,75	8.201,75	8.201,75
EBIT	567,48	560,70	564,09
EBITDA	669,50	703,90	686,70
Net income	(206,20)	115,90	(45,15)
Ingresos	1.906,60	2.001,80	1.954,20
Ingresos por acción	0,23	0,24	0,24
Deuda total	2.032,80	2.038,70	2.035,75
Cash	8,76	11,43	10,10
EV	4.858,48	4.736,67	4.797,58
Capital	2.434,20	2.237,90	2.336,05

Fuente: Elaboración propia

Tabla 27: Indicadores financieros Colbún

Indicador financiero	Mar-21	Mar-20	Promedio
Precio de la acción:	0,19	0,33	0,26
Valor acción CLP	140,20	279,57	209,89
TC	732,11	846,30	789,21
Ganancia por acción:	-	0,01	0,01
Precio de la acción contable:	0,20	0,20	0,20
Market Cap	3.358,20	5.792,97	4.575,58
Patrimonio total	3.546,10	3.767,10	3.656,60
Cantidad de acciones	17.536,17	17.536,17	17.536,17
EBIT	206,60	336,50	271,55
EBITDA	449,40	587,50	518,45
Net income	(1,20)	182,40	90,60
Ingresos	902,90	1.446,90	1.174,90
Ingresos por acción	0,05	0,08	0,07
Deuda total	3.147,60	3.094,40	3.121,00
Cash	1.010,90	979,70	995,30
EV	5.494,90	7.907,67	6.701,28
Capital	3.422,50	3.571,00	3.496,75

Fuente: Elaboración propia

Tabla 28: Indicadores financieros Aes Andes

Indicador financiero	Mar-21	Mar-20	Promedio
Precio de la acción:	0,09	0,16	0,13
Valor acción CLP	79,31	118,20	98,76
TC	846,30	732,11	789,21
Ganancia por acción:	0,02	-	0,01
Precio de la acción contable:	0,29	0,23	0,26
Market Cap	787,23	1.675,32	1.231,27
Patrimonio total	2.496,40	2.527,30	2.511,85
Cantidad de acciones	8.400,32	10.376,65	9.388,49
EBIT	457,10	976,00	716,55
EBITDA	723,70	1.221,20	972,45
Net income	128,50	(171,10)	(21,30)
Ingresos	2.319,70	2.681,90	2.500,80
Ingresos por acción	0,28	0,26	0,27
Deuda total	6.104,40	5.918,70	6.011,55
Cash	402,00	564,50	483,25
EV	6.489,63	7.029,52	6.759,57
Capital	2.406,20	2.350,20	2.378,20

Fuente: Elaboración propia

Como se puede apreciar, en el caso de Colbun el EBIT y EBITDA son muy bajos en comparación a otras empresas del mercado. Esta información distorsionará el cálculo de los múltiplos ya que el promedio de las tres empresas estará afectado por el resultado de Colbún. Por este motivo, lo excluirémos del análisis de múltiplos.

6.2. Múltiplos EECL

A continuación, la siguiente tabla muestra el resultado de cada múltiplo terminado a marzo 2021 y 2020:

Tabla 29: Múltiplos EECL

Tipo de múltiplo	Múltiplos	Mar-21	Mar-20	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio	9,806	11,896	10,851
	Enterprise Value to EBITDA	4,804	3,677	4,240
	Enterprise Value to EBIT	8,495	5,195	6,845
De valor libro	Price to Book Equity	0,546	0,559	0,552
	Value to Book Ratio	0,631	0,636	0,634
De ingresos	Price to Sales Ratio	0,875	0,813	0,844
	Enterprise Value to Sales Ratio	1,498	1,345	1,422

Fuente: Elaboración propia

6.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

El resultado de los múltiplos de sus comparables es el siguiente:

Tabla 30: Múltiplos de la industria

Múltiplos	Enel	Aes Gener	Promedio	Mediana
Price-Earnings Ratio	47,83297	16,68	32,25683	32,25683
Enterprise Value to EBITDA	6,98642	6,95108	6,96875	6,96875
Enterprise Value to EBIT	8,50498	9,43350	8,96924	8,96924
Price to Book Equity	1,17912	0,49019	0,83465	0,83465
Value to Book Ratio	1,09369	0,79306	0,94338	0,94338
Price to Sales Ratio	1,41844	0,49235	0,95540	0,95540
Enterprise Value to Sales Ratio	2,45501	2,70296	2,57899	2,57899

Fuente: Elaboración propia

6.4. Análisis de los resultados

El precio por acción de cada múltiplo nos da un valor de:

Tabla 31: Resultado múltiplos

Tipo de múltiplo	Múltiplos	Valor empresa	Market cap	Precio acción
De ganancia	Price-Earnings Ratio	X	X	3,68
	Enterprise Value to EBITDA	2.930.839,78	2.090.288,78	1,98
	Enterprise Value to EBIT	2.133.154,63	1.292.603,63	1,23
De valor libro	Price to Book Equity	1.125.659,42	1.803.581,23	1,71
	Value to Book Ratio	1.272.288,77	431.737,77	0,41
De ingresos	Price to Sales Ratio	X	1.288.500,53	1,22
	Enterprise Value to Sales Ratio	3.478.160	2.637.608,95	2,50

Fuente: Elaboración propia

Excluyendo los múltiplos Price earning y EV to sales que dan valores extremos, el promedio de los múltiplos da un precio de acción de USD1,31 bastante cercano al precio real de USD 1,12 y al calculado de USD 1,10, por lo que la proyección bajo flujos descontados y bajo múltiplos es consistente entre sí.

7. CONCLUSION

EECL se está enfrentando a un escenario de volatilidad producto de los cambios en las normativas medioambientales. Su gran misión es poder lograr la transición de generación desde centrales termoeléctricas, que representan el mayor porcentaje de su generación e ingresos, a fuentes de generación de energías renovables. Para ello, cuentan con un plan de descarbonización estructurado y por etapas que les permitiría cumplir con dicho fin. Al concluir este plan se espera lograr la misma capacidad instalada, sin embargo, su factor planta será menor ya que tanto para las plantas eólicas como solares, es cercano al 30%, muy por debajo del 80% que representan las centrales termoeléctricas. Esto significa, que no se generará la energía necesaria para cumplir con sus contratos, por lo que se espera que una porción no menor sea adquirida en el mercado spot. Con todo, el principal activo intangible, que no se presenta en su información financiera, son sus contratos de power purchase agreement (PPA) que le permiten vender energía a un precio ya determinado, por lo que sus ingresos están garantizados.

De acuerdo al contexto explicado, creemos que el precio real de la acción al 31 de marzo es representativo ya que ya ha sufrido una disminución desde el año 2019, fecha en que se anunció la normativa medioambiental. A octubre del 2021 el precio ha seguido disminuyendo, sin embargo, una vez que logre ejecutar su plan 1.000MW el precio debería comenzar a aumentar, porque ya tendría estabilidad en la generación de energía propia y ya estaría en condiciones de crecer en participación de mercado, por lo que esperamos vuelva a fluctuar en torno al USD1.

8. BIBLIOGRAFÍA

Páginas visitadas:

[1] Estados financieros 2013-2020 Engie Energía Chile S.A - CMF

<https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=88006900&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=33>

[2] Estados financieros 2020 Colbún S.A – CMF

<https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=96505760&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=3>

[3] Estados financieros 2020 Colbún S.A – CMF

<https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=76536353&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=&vig=VI&control=svs&pestanian=1>

[4] Estados financieros 2020 Colbún S.A – CMF

<https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=94272000&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&control=svs&pestanian=3>

[5] Memoria anual Engie Chile S.A 2020

[6] Presentación a inversionistas Q1'21 Engie Energía Chile S.A

[7] Planificación y Desarrollo Coordinador Eléctrico Nacional (CEN)

<https://www.coordinador.cl/desarrollo/graficos/planificacion-de-la-transmision/oferta-proyectada/>

[8] Investing.com

<https://es.investing.com>

[9] U.S Department of the treasury

<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2021>

[10] Damodaran online

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Papers:

[11] Aswath D. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons.

[12] Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. Journal of Applied Corporate Finance, 26(4), 106-117.

[13] Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. Gestión 2000.

[14] Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. Editorial Lainu.

[15] Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). Business analysis and valuation: IFRS edition. Cengage learning.

[16] Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. Review of Financial Economics, 37(2), 219-233.

ANEXOS

A) ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA 2017-2021

ACTIVOS	mar-21	dic-20	dic-19	dic-18	dic-17
Activos corrientes					
Efectivo y equivalentes al efectivo	199.867	235.250	239.083	61.512	78.141
Otros activos financieros corrientes	26	54	471	-	2.845
Otros activos no financieros corrientes	18.849	14.894	8.181	9.113	28.551
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	147.407	107.242	96.638	161.798	122.171
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	7.958	812	11.999	26.116	7.183
Inventarios corrientes	86.674	76.680	116.204	158.860	129.548
Activos por impuestos corrientes, corrientes	50.426	29.934	12.679	10.216	12.939
Activos corrientes totales	511.207	464.866	485.255	427.615	381.378
Activos no corrientes					
Otros activos financieros no corrientes	-	-	-	-	71
Otros activos no financieros no corrientes	19.508	16.067	5.707	10.670	9.884
Cuentas por cobrar no corrientes	30.918	139.888	73.519	20	250
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	13.854	21.726	27.722	26.216	65.633
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	93.464	81.608	89.697	96.745	80.746
Activos intangibles distintos de la plusvalía	200.524	204.825	221.288	238.492	255.452
Plusvalía	25.099	25.099	25.099	25.099	25.099
Propiedades, planta y equipo	2.666.674	2.668.897	2.561.391	2.635.728	2.543.495
Activos por derecho de uso	85.217	76.457	-	-	-
Activos por impuestos diferidos	21.227	21.547	18.112	2.151	2.195
Total de activos no corrientes	3.156.485	3.256.114	3.022.535	3.035.121	2.982.825
Total de activos	3.667.692	3.720.980	3.507.790	3.462.736	3.364.203

PASIVOS + PATRIMONIO	mar-21	dic-20	dic-19	dic-18	dic-17
Pasivos					
Pasivos corrientes					
Otros pasivos financieros corrientes	56.290	64.280	103.748	109.889	117.299
Pasivos por arrendamientos corrientes	5.762	4.327	-	-	-
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	176.825	207.141	190.426	160.808	161.218
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	8.677	9.732	12.635	10.295	24.674
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	11.364	10.161	23.432	10.117	9.110
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	10.415	15.524	12.348	13.275	14.745
Otros pasivos no financieros corrientes	2.387	12.294	14.896	1.382	5.973
Pasivos corrientes totales	271.720	323.459	357.485	305.766	333.019
Pasivos no corrientes [sinopsis]					
Otros pasivos financieros no corrientes	831.008	830.998	760.446	734.610	731.413
Pasivos por arrendamientos no corrientes	84.115	78.341	-	-	-
Cuentas por pagar no corrientes	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	54.566	54.948	56.431	57.914	532
Otras provisiones a largo plazo	61.143	62.418	16.395	4.120	6.828
Pasivo por impuestos diferidos	204.143	202.682	193.370	222.174	226.673
Pasivos por impuestos corrientes, no corrientes	-	-	-	-	-
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	67	69	62	128	267
Otros pasivos no financieros no corrientes	57	57	-	-	-
Total de pasivos no corrientes	1.235.099	1.229.513	1.026.704	1.018.946	965.713
Total de pasivos	1.506.819	1.552.972	1.384.189	1.324.712	1.298.732
Patrimonio [sinopsis]					
Capital emitido y pagado	1.043.728	1.043.728	1.043.728	1.043.728	1.043.728
Ganancias (pérdidas) acumuladas	780.513	798.096	701.167	697.707	626.065
Prima de emisión	-	-	-	-	-
Acciones propias en cartera	-	-	-	-	-
Otras participaciones en el patrimonio	-	-	-	-	-
Otras reservas	336.632	326.184	314.356	328.371	321.700
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	2.160.873	2.168.008	2.059.251	2.069.806	1.991.493
Participaciones no controladoras	-	-	64.350	68.218	73.978
Patrimonio total	2.160.873	2.168.008	2.123.601	2.138.024	2.065.471
Total de patrimonio y pasivos	3.667.692	3.720.980	3.507.790	3.462.736	3.364.203

B) ESTADO DE RESULTADO 2017 - 2021

ESTADO DE RESULTADO	LTM 03'2021	LTM 03'2020	31-12-2020	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017
Ganancia (pérdida)						
Ingresos de actividades ordinarias	1.348.654	1.445.881	1.351.658	1.454.436	1.275.296	1.054.062
Costo de ventas	1.079.680	1.034.768	1.043.672	1.042.145	1.005.810	880.541
Ganancia bruta	268.974	411.113	307.986	412.291	269.486	173.521
Otros ingresos	7.106	5.896	3.380	6.290	9.939	20.350
Gastos de administración	38.250	42.673	37.059	43.813	41.525	39.684
Otros gastos, por función	8.542	188.775	10.753	185.086	86.066	5.748
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	229.288	185.561	263.554	189.682	151.834	148.439
Ingresos financieros	1.516	5.510	2.545	5.166	5.846	2.542
Costos financieros	83.189	63.123	59.476	37.837	12.771	11.594
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	4.508	6.793	4.368	7.334	6.938	1.595
Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera	-5.211	-4.516	-7.269	-3.024	-2.285	2.512
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	146.912	130.225	203.722	161.321	149.562	143.494
Gasto por impuestos a las ganancias	26.603	31.463	40.191	42.604	38.339	34.484
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	120.309	98.762	163.531	118.717	111.223	109.010
Ganancia (pérdida)	120.309	98.762	163.531	118.717	111.223	109.010
Ganancia (pérdida), atribuible a [sinopsis]	0					
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	120.309	93.543	163.531	110.823	102.582	100.862
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	0	5.219		7.894	8.641	8.148
Ganancia (pérdida)	120.309	98.762	163.531	118.717	111.223	109.010