



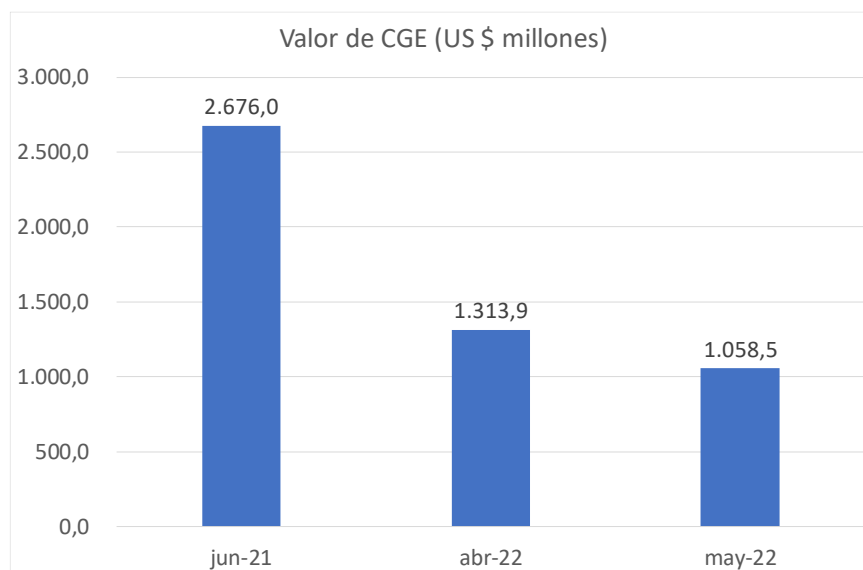
# Aplicación de Valoración de Acciones a la Administración de Carteras: el caso CGE

## Contenido

- Resumen..... 2
- Introducción ..... 2
- Valoración del Patrimonio de CGE ..... 4
  - a) Estados financieros proyectados..... 4
  - b) Tasa de descuento..... 5
  - c) Valoración ..... 6
- Conclusiones ..... 7

## Resumen

Se usó la técnica de valoración de activos (enfoque del valor justo) para explicar el comportamiento del precio de la acción de la Empresa CGE, transada en las bolsas de valores del país. **La caída del precio durante mayo (21,94%) puede ser explicada por una combinación de mayor tasa de descuento y menores flujos esperados asociados a las noticias sobre problemas con un contrato de recaudación, un oficio de la entidad reguladora por comercialización de seguros y compensación a clientes por cortes del servicio. Sin embargo, estas conclusiones son poco significativas porque la acción tiene un nivel de liquidez muy bajo (las acciones no se transan regularmente).** El mercado, medido por el índice SP IPSA, subió un 11,97% el mismo mes. La variación del precio equivale a una caída de US \$255,4 millones del valor del Patrimonio de la Empresa, bajando de US \$1.313,9 millones en abril a US \$1.058,5 millones en mayo. La empresa estatal china State Grid adquirió el 96,04% de la empresa en febrero 2021, pagando US \$2.570 millones, iniciando una oferta de compra por el resto de las acciones.



## Introducción

En el ámbito del conocimiento financiero, la Valoración de Acciones se disocia de la Administración de Carteras, suponiendo que la práctica de una y otra se refieren a asuntos distintos. Este breve estudio tiene por objetivo demostrar que son enfoques complementarios y aportan una visión más completa del comportamiento de los mercados y en particular del mercado de capitales. Por un lado, el objetivo de la Valoración es estimar el valor justo de activos y/o del patrimonio y, por el otro, la Administración de Carteras busca seleccionar títulos

de inversión para obtener retornos positivos. En el caso particular de carteras accionarias, el objetivo es comprar acciones cuyos precios suban en el largo plazo (ganancias de capital<sup>1</sup>).

Durante mayo del presente, los indicadores de precios de acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago subieron significativamente, mostrando el SP IPSA<sup>2</sup> un incremento de 11,97%.

### ÍNDICES ACCIONARIOS

Índice	Valor	Var. Diaria (%)	Var. Semana (%)	Var. Mensual (%)	Var. Anual (%)
SP IPSA	5.350,48	-0,65	-0,68	11,97	24,19
SPCLXIGPA	28.204,53	-1,47	-1,37	15,59	30,78
SPCLXIN10	8.288,70	-3,31	-3,53	19,22	50,23
SPCLXIGL	26.185,37	-2,02	-2,08	16,88	36,15
SPCLXIGM	20.288,33	1,15	1,91	7,21	8,65
SPCLXIGS	40.420,93	-1,48	-1,09	21,80	36,76
SPCLXDCP	138,34	0,63	0,88	7,33	13,64
SPCLX MSCP	856,42	0,20	0,82	11,98	16,94

Dentro de estas cifras positivas, también hubo acciones cuyos precios cayeron. En particular, nos interesa el caso de las **acciones de la empresa CGE**, cuyo precio cayó de \$553,4<sup>3</sup> al cierre de abril a \$432,0 al cierre de mayo, **con un retorno mensual de menos 21,94%**. En junio, el precio continúa cayendo (\$415 al 13 de junio).

### Descripción de CGE

Los ingenieros Francisco Hunneus Gana y Raúl Claro Solar formaron la Compañía General de Electricidad Industrial S.A., hoy conocida por sus siglas CGE, en 1905. En aquellos tiempos, CGE concentró sus operaciones exclusivamente en la zona central a través de sus empresas de generación y distribución, agregando, además, el servicio de tranvías eléctricos para algunas ciudades. Actualmente, posee una presencia significativa en el sector electricidad en Chile, especialmente en distribución y transmisión de energía eléctrica. Los accionistas de CGE son State Grid Chile Electricity SpA (empresa estatal de la red eléctrica de China) con 97,145% y otros: 2,85% al 30-jul-2021<sup>4</sup>. El alto nivel de concentración de la propiedad podría indicar un nivel de liquidez menor al promedio (durante abril no se transó y en mayo sólo el equivalente a \$200 mil).

<sup>1</sup> Existen acciones denominadas “defensivas” que tienen menores ganancias de capital, pero reparten montos regulares de dividendos. Esta clase de títulos también tiene consideraciones de valor.

<sup>2</sup> Índice de Precios Selectivo de Acciones. Mide las variaciones de precios de las empresas emisoras chilenas más grandes y líquidas listadas en la Bolsa de Santiago.

<sup>3</sup> Este precio ya considera el ajuste por pago de dividendo de \$0,791 por acción el 29 de abril.

<sup>4</sup> <https://www.cge.cl/inversionistas/accionistas/>

## Valoración del Patrimonio de CGE

Para hacer la valoración se usaron los datos públicos disponibles: memoria 2021 de la Empresa, precios e índices de acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago para abril y mayo 2022, tasas de interés informadas por el Banco Central de Chile y Barron's para el coeficiente beta de la acción. Se hicieron supuestos de valoración para abril y mayo, de manera que los resultados fueran los valores de mercado (\$1.117.811 millones y \$872.596 millones). Esto significa que dados los resultados históricos 2020 y 2021, se construyeron dos escenarios: uno para el valor de abril y el otro para el de mayo.

A continuación, se muestra la memoria de cálculo para este análisis.

### a) Estados financieros proyectados

Los estados financieros históricos usados para hacer las proyecciones son los siguientes (se muestra hasta el nivel de EBIT<sup>5</sup>):

ESTADO DE RESULTADOS POR FUNCIÓN		
\$ miles	2020	2021
Ingresos de actividades ordinarias.	1.761.974.992	1.587.562.346
Costo de ventas.	-1.525.982.035	-1.419.845.320
Ganancia Bruta	235.992.957	167.717.026
Otros ingresos, por función.	3.499.701	3.508.214
Gasto de administración.	-100.048.404	-105.338.537
Pérdidas NIIF 9.	-42.657.613	-12.786.215
Otras ganancias (pérdidas).	3.067.718	-723.066
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales.	99.854.359	52.377.422

### Escenario a abril

ESTADO DE RESULTADOS POR FUNCIÓN					
\$ miles	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos de actividades ordinarias.	1.940.053.635	2.136.130.266	2.352.023.898	2.589.737.388	2.851.476.018
Costo de ventas.	-1.735.097.889	-1.910.460.127	-2.103.545.812	-2.316.146.210	-2.550.233.627
Ganancia Bruta	204.955.747	225.670.139	248.478.086	273.591.178	301.242.391
Otros ingresos, por función.	0	0	0	0	0
Gasto de administración.	-110.605.464	-116.135.737	-121.942.524	-128.039.650	-134.441.633
Pérdidas NIIF 9.	0	0	0	0	0
Otras ganancias (pérdidas).	0	0	0	0	0
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales.	94.350.283	109.534.402	126.535.562	145.551.528	166.800.759

### Principales supuestos:

<sup>5</sup> Del inglés Earnings Before Interest and Taxes, ganancias antes de intereses e impuesto, es equivalente al Resultado de Explotación.

Ingresos: se supuso que crecen un 15,8% promedio anual respecto a 2021.

Costo de ventas: se supuso que crecen proporcionalmente con los ingresos.

Gastos de administración: crecen un 5% anual respecto a 2021.

### Escenario a mayo

ESTADO DE RESULTADOS POR FUNCIÓN	ESTADO DE RESULTADOS POR FUNCIÓN				
	2022	2023	2024	2025	2026
\$ miles					
Ingresos de actividades ordinarias.	1.936.223.434	2.127.703.971	2.338.120.750	2.569.346.449	2.823.438.941
Costo de ventas.	-1.731.672.327	-1.902.924.023	-2.091.111.454	-2.297.909.459	-2.525.158.509
Ganancia Bruta	204.551.108	224.779.948	247.009.297	271.436.990	298.280.432
Otros ingresos, por función.	0	0	0	0	0
Gasto de administración.	-110.605.464	-116.135.737	-121.942.524	-128.039.650	-134.441.633
Pérdidas NIIF 9.	0	0	0	0	0
Otras ganancias (pérdidas).	0	0	0	0	0
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales.	93.945.644	108.644.211	125.066.773	143.397.340	163.838.799

### Principales supuestos:

Ingresos: se supuso que crecen un 15,5% promedio anual respecto a 2021.

Costo de ventas: se supuso que crecen proporcionalmente con los ingresos.

Gastos de administración: crecen un 5% anual respecto a 2021.

### b) Tasa de descuento

Se definieron dos tasas de descuento: una para abril y la segunda para mayo 2022<sup>6</sup>.

	Abril	Mayo
WACC (Costo de Capital Promedio Ponderado)	8,25%	8,47%
Ke (Costo Patrimonial, $R_f + (E_r - R_f) * \beta$ )	7,95%	8,04%
Rf (Tasa libre de riesgo, Banco Central de Chile)	6,53%	6,62%
Beta (Barron's)	0,20	0,20
$E(R_m - R_f)$ (Premio por Riesgo, Maquieira 2019)	7,1%	7,1%
Kd (Costo de la deuda, Banco Central de Chile)	11,9%	12,3%
Tc (Tasa de impuesto a la Renta)	27,0%	27,0%
B/S (Relación endeudamiento, Deuda/Patrimonio)	67,4%	86,3%
B/(B+S) (Proporción deuda a activos)	40,3%	46,3%
S/(B+S) (Proporción capital a activos)	59,7%	53,7%

Tasas en pesos chilenos, se supuso que no cambian en el período de valoración (5 años).

<sup>6</sup> Tasa Libre de Riesgo es bonos en pesos a 10 años (BCP y BTP) informada por el Banco Central de Chile. Costo de la deuda es Tasa de colocación comercial informada por el Banco Central de Chile. Relación de endeudamiento se estimó con los datos reales a abril y mayo del presente.

### c) Valoración

A base de los resultados proyectados, se estimaron los flujos de caja y valor residual para calcular el valor del Patrimonio en los dos escenarios considerados.

Los flujos se estimaron como la suma de los EBIT proyectados 2022 a 2026 más el gasto en depreciación proyectados menos el impuesto a la renta (con tasa fija de 27%), inversión en activo no corriente (estimado como el promedio móvil de 2 años) y necesidades de capital de trabajo (calculadas como la diferencia de las cuentas de activo corriente sin caja y pasivo corriente sin deuda financiera).

#### Flujos abril 2022

\$ miles	2022	2023	2024	2025	2026
Flujo de caja para valoración	4.114.944	12.082.916	32.191.265	49.948.511	71.303.397
Flujo del Valor Residual (crecimiento 5,1%)					2.266.075.614
Flujo a descontar	4.114.944	12.082.916	32.191.265	49.948.511	2.337.379.011

#### Flujos mayo 2022

\$ miles	2022	2023	2024	2025	2026
Flujo de caja para valoración	3.752.191	11.352.238	31.022.720	48.261.843	69.006.683
Flujo del Valor Residual (crecimiento 4,9%)					1.928.753.448
Flujo a descontar	3.752.191	11.352.238	31.022.720	48.261.843	1.997.760.131

Con estos flujos y las tasas descritas en b) anterior, los resultados en los dos escenarios calculados, son los siguientes:

\$ miles	Abril	Mayo
Valor Presente de Flujos	1.648.113.603	1.402.898.203
Deuda Financiera Neta diciembre 2021	-530.302.703	-530.302.703
<b>Valor del Patrimonio</b>	<b>1.117.810.900</b>	<b>872.595.500</b>

Nota: los valores se ajustaron a los precios de mercado al cierre de abril y mayo. Por lo tanto, no corresponden necesariamente a un trabajo de valor justo. El valor de mercado del Patrimonio se calculó como el producto del precio de cierre de cada mes por el número de acciones de la Empresa<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> 2.019.896.893 acciones emitidas y pagadas al 30 de abril y 31 de mayo, 2022.

## Conclusiones

A base del análisis del cambio de valor se puede concluir que la caída se produce por el efecto conjunto de:

- Aumento de la tasa de descuento de 0,21% (las tasas informadas por el Banco Central de Chile han subido para evitar el incremento del Índice de Precios al Consumidor).
- Menores ingresos proyectados (a abril se estimaba un crecimiento de 15,8% anual respecto a 15,5% en mayo, con una variación complementaria de la tasa de crecimiento incluida en el cálculo del valor residual). Esta disminución podría deberse a las últimas noticias relacionadas con la Empresa<sup>8</sup>.
- No se puede descartar que la baja liquidez (pocas transacciones) también afectó negativamente el comportamiento del precio.

Escenario	WACC	\$ millones					
			2021	2022	2023	2024	2025
Abril	8,25%						
		Ingresos	1.587.562,3	1.940.053,6	2.136.130,3	2.352.023,9	2.589.737,4
		EBIT	<b>52.377,4</b>	<b>94.350,3</b>	<b>109.534,4</b>	<b>126.535,6</b>	<b>145.551,5</b>
Mayo	8,47%		2021	2022	2023	2024	2025
		Ingresos	1.587.562,3	1.936.223,4	2.127.704,0	2.338.120,8	2.569.346,4
		EBIT	<b>52.377,4</b>	<b>93.945,6</b>	<b>108.644,2</b>	<b>125.066,8</b>	<b>143.397,3</b>

Variación	WACC		2022	2023	2024	2025
		0,21%	Ingresos	-0,2%	-0,4%	-0,6%
		EBIT	-0,4%	-0,8%	-1,2%	-1,5%

En términos generales, se observa que hay elementos objetivos que explican la caída del precio de la acción, aunque el análisis no considera el efecto del bajo nivel de liquidez de la acción que pudiera invalidar los valores de mercado. Por lo tanto, la Administración de Carteras debería considerar las herramientas de valoración para anticipar los movimientos y mejorar la rentabilidad.

*El precio pagado por State Grid, equivalente del cien por ciento, fue US \$2.676 millones que no se compara bien con el valor actual de US \$1.059 millones.*

<sup>8</sup> CGE denunció a Transbank por apropiación de \$413 millones y dejará de aceptar pagos por esa vía desde junio del presente (9 de junio, Radio Bio Bio). Sernac oficia a la CGE tras reclamos de clientes por cargar a la cuenta de la luz cobro de un seguro (10 de junio 2022, Radio Bio Bio). Tras demanda: CGE compensa a 54 familias afectadas por extenso corte de luz en Pucón (21 de mayo 2022, Radio Bio Bio).