



VALORACIÓN DE EMPRESA E-CL

Por Múltiplos

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

Alumno: Héctor Godoy Díaz
Profesor Guía: Guisella Gallardo Pilar

Santiago, Abril 2014

TABLA DE CONTENIDOS

Capítulo 1: “Metodología”	4
Cuadro N° 1; “Tipos de múltiplos que se utilizarán”	4
Capítulo 2: “Descripción de la Empresa”	5
a) <i>El Negocio</i>	5
b) <i>Sus Filiales</i>	5
c) <i>Sus Principales Activos</i>	8
d) <i>Los 12 Mayores Accionistas</i>	9
Cuadro N° 2; “Principales Accionistas de la compañía”	9
e) <i>Descripción de la Industria</i>	10
f) <i>Tipos de Cliente</i>	11
Los clientes regulados.....	11
Los clientes libres.....	11
Mercado Spot o de corto plazo.....	12
g) <i>Principales Competidores</i>	13
AES GENER S.A.	13
ENDESA S.A.	14
COLBUN S.A.....	15
Capítulo 3: “Determinación de Múltiplos para la empresa”	16
a) <i>Determinación de empresas comparables</i>	16
b) <i>Estimación de los Múltiplos para el 2012</i>	17
Cuadro N° 3; “Información de la Industria para el año 2012”	17
Cuadro N° 4; “Ebitda y Ventas de las Empresas para el año 2012”	18
Cuadro N° 5; “Múltiplos de las Empresas para el año 2012”	18
c) <i>Estimación de los Múltiplos para el año 2013</i>	19
Cuadro N° 6; “Información de la Industria para el año 2013”	19
Cuadro N° 7; “Ebitda y ventas de las Empresas para el año 2013”	20
Cuadro N° 8; “Múltiplos de las Empresas para el año 2013”	20
d) <i>Valoración por Múltiplos de E-CL</i>	21
i. <i>Múltiplos para la Industria</i>	21
Cuadro N° 9; “Múltiplos para la industria”	21

<i>ii. Indicadores para la empresa E.CL a Junio de 2013</i>	22
Cuadro N° 10; “Indicadores para E-CL”	22
<i>iii. Valores de la empresa E.CL en base a Múltiplos de la Industria</i>	23
Cuadro N° 11; “Múltiplos de la industria”	23
Capítulo 4: “Conclusiones”	24

RESUMEN EJECUTIVO

El presente documento tiene como objetivo realizar una estimación de la valoración económica de la Empresa E.CL S.A. (Ex Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A. o EDELNOR S.A.), principal empresa eléctrica del norte Grande de Chile y cuarta a nivel Nacional, para ello se ha utilizado el método de Valoración por Múltiplos. Se ha utilizado toda la información relevante en el mercado a Junio de 2013, se ha obtenido información de las memorias históricas tanto de E-CL como de otras empresas de la Industria incluyendo empresas de Perú y Colombia.

Considerando el método de valoración por múltiplos, el rango de valor justo para la compañía E.CL a junio del año 2013 debiera estar entre \$187 y \$1195 por acción. Sin embargo, dadas las características de la compañía, dónde la inversión en activos fijos es muy relevante en la operación del negocio, consideramos que los múltiplos más relevantes para hacer una comparación válida debieran ser los relacionados con el valor libro de las compañías. Así, tomando en cuenta estos múltiplos, el rango de valor para la acción de E.CL se acota a \$876 y \$1.768 por acción.

Capítulo 1: “Metodología”

La valoración por múltiplos es un método alternativo de valoración, cuya principal característica es la sencillez de su cálculo. La metodología se traduce en calcular ratios de variables financieras que estén relacionadas con la empresa para compañías que sean consideradas comparables y aplicar los ratios calculados a las variables financieras de la empresa objeto de valoración.

Probablemente lo más difícil de esta metodología es encontrar empresas comparables, puesto que para ser calificados como tal se espera que cumplan con los requisitos del modelo, los cuales son:

- a) Que las empresas comparables tengan flujos de caja libres similares.
- b) Que las empresas tengan igual Riesgo Operacional
- c) Que las empresas tengan tasas de Riesgo Similares

Los tipos de múltiplos a utilizar son los descritos en el cuadro N° 1:

Cuadro N° 1; “Tipos de múltiplos que se utilizarán”

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)
	VALUE TO BOOK RATIO
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)

Capítulo 2: “Descripción de la Empresa”

Razón Social	: E.CL S.A.
Rut	: 88.006.900 – 4
Nemotécnico	: ECL
Industria	: Electricidad y Combustibles
Regulación	: Comisión Nacional de Energía

a) El Negocio

El negocio de ECL se divide en dos segmentos. Primero, la compañía participa en la generación, transmisión y distribución de energía eléctrica, atendiendo principalmente a grandes mineras y clientes industriales. En este negocio la compañía destaca por ser la cuarta mayor productora nacional y la más relevante en el SING, donde junto a sus filiales generó un 57,0% de la producción bruta en 2012, principalmente a través de sus centrales a carbón y gas natural. Los combustibles que requiere para el funcionamiento de sus centrales se los compran a proveedores de todo el mundo y luego traspassa ese costo a la tarifa cobrada a sus clientes por la venta de energía.

En cuanto al segmento de Gas Natural, ECL además de usar este combustible para el funcionamiento de sus centrales, distribuye esta materia prima principalmente a compañías ligadas a la minería como Codelco, SQM y la Sociedad Chilena del Litio.

b) Sus Filiales

Electroandina S.A.: ECL posee el 100% de la propiedad de esta compañía que se dedica principalmente a la generación, transmisión y distribución de energía y a la entrega de otros servicios relacionados. La compañía produce electricidad a través de 5 centrales que suman un total de 1.105 MW de capacidad instalada, principalmente a base de carbón y gas natural. Electroandina fue comprada por la controladora de ECL, GDF Suez, a Codelco durante 2009.

Distrinor S.A.: la propiedad de esta compañía está compuesta en un 100% por ECL. Esta filial constituye el principal vehículo del negocio de gas natural de la compañía, al tener como principal función la compra, venta y distribución de éste y otros combustibles líquidos y sólidos, tanto en Chile como en el extranjero.

Central Termoeléctrica Andina S.A.: ECL posee el 100% de la propiedad de esta filial que fue constituida durante 2006 y que a fines de 2011 comenzó la comercialización de energía en el SING con la inauguración de la central Andina, cuya capacidad instalada es de 165 MW y que funciona mediante un co-esquema de carbón y biomasa, siendo pionera en Chile en este tipo de generación, buscando disminuir la huella de carbono que genera su operación.

Inversiones Hornitos S.A.: ECL posee el 60% de esta filial que fue constituida durante 2007 (el 40% restante es propiedad de Antofagasta Plc) y que a fines de 2011, comenzó la generación, transmisión y distribución de energía con la inauguración de la central Hornitos. Esta central posee las mismas características que la central Andina en cuanto a su capacidad instalada y estructura de funcionamiento.

Enerpac Ltda.: Filial creada en 1995 para desarrollar el negocio de producción, transmisión y distribución de energía eléctrica y la compra, venta y transporte de combustibles. ECL es dueño del 99% de la propiedad.

Edelnor Transmisión S.A.: Filial constituida en 2008, con ECL participando en el 100% de la propiedad. Sociedad enfocada en la transmisión de electricidad a través de líneas, subestaciones y otras instalaciones relacionadas.

Gasoducto Norandino Chile S.A.: Sociedad constituida durante 1997 en la que ECL y Enerpac Ltda. (que a su vez es propiedad de la primera) poseen un 78,9% y 21,1% del patrimonio de esta filial, respectivamente. Esta compañía está encargada de la construcción, dominio, operación y mantenimiento de un gasoducto que se extiende en el norte de Chile y que tiene una capacidad de 850 mil m³/d.

Gasoducto Norandino Argentina S.A.: Sociedad constituida durante 1997 en la que ECL y Enerpac Ltda. (que a su vez es propiedad de la primera) poseen un 78,9% y 21,1% del patrimonio de esta filial, respectivamente. Esta compañía está encargada de la 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 y equipos conexos con éstos. La capacidad total de los gasoductos es de 4,5 millones de m³/d.

c) Sus Principales Activos

El parque de la generación de ECL y sus Filiales está conformado por centrales térmicas de ciclo combinado y carboneras, que en suma aportan 2.108 MW en el SING (46%) de la generación total aportada en el sistema interconectado del norte grande.

Las centrales térmicas se distribuyen en 10 plantas dentro de la segunda región de Chile, ubicadas 5 centrales en Mejillones y 5 centrales en Tocopilla, con una capacidad total de 1.865 MW.

d) Los 12 Mayores Accionistas

A continuación se presenta un cuadro con los 12 mayores accionistas de la compañía informados por la Superintendencia de Valores y Seguros al cierre de Junio del año 2013.

Cuadro N° 2; “Principales Accionistas de la compañía”

N°	Inversionista	Participación
1	Suez Energy Andino S.A.	40,90%
2	Inversiones Mejillones S.A.	11,87%
3	Banco de Chile, por cuenta de Terceros no Residentes	3,98%
4	Banco Itau, por cuenta de Inversionistas	3,01%
5	AFP Provida S.A. para Fondo de Pensiones Tipo “C”	2,48%
6	Banco Santander por Cuenta de Inversionistas Extranjeros	1,97%
7	AFP Hábitat S.A. para Fondo de Pensiones Tipo “B”	1,94%
8	AFP Hábitat S.A., para Fondo de Pensiones Tipo “C”	1,90%
9	AFP Cuprum S.A., para Fondo de Pensiones Tipo “A”	1,89%
10	AFP Provida S.A., para Fondo de Pensiones Tipo “C”	1,85%
11	AFP Hábitat S.A., para Fondo de Pensiones Tipo “A”	1,78%
12	AFP Capital S.A., para Fondo de Pensiones Tipo “A”	1,77%
		75,34%

e) Descripción de la Industria

El sector energético de Chile se divide en 4 sistemas de interconexión a lo largo del país, siendo el Sistema Interconectado Central (SIC) y el Sistema Interconectado del Norte Grande (SING), los más relevantes. El primero está localizado en la zona centro-sur de Chile y atiende al 93% de la población del país, existiendo mayor preponderancia de clientes residenciales, comerciales e industriales. El segundo está situado en el norte, que se extiende por las regiones de Arica y Parinacota, Tarapacá y Antofagasta, y está enfocado en atender principalmente la demanda de las grandes compañías mineras y otros industriales, además de los clientes residenciales de la zona.

La operación del negocio se divide en la generación, transmisión y distribución de energía, siendo regulada por la Comisión Nacional de Energía (CNE) y coordinada por el Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC), organismo que organiza la actividades de las centrales para satisfacer la demanda del país buscando optimizar los costos de la operación, preservando la seguridad del servicio.

En el negocio de Generación, los principales actores son Endesa, Colbún, ECL, AES Gener, siendo estos dos últimos los más relevantes del SING. En el negocio de Transmisión, para el SIC el principal actor es Transelec, mientras que en el SING compañías como ECL o Gener son dueñas de los sistemas de conexión. Por último, en el sector de Distribución, el principal actor es Enersis unido a su filial Chilectra, junto a otras compañías como CGE.

f) Tipos de Cliente

A continuación, presentaremos los tipos de clientes que tiene la empresa. Estos se pueden dividir entre Clientes Regulados, Clientes Libres y cómo funciona en el mercado Spot:

Los clientes regulados

Corresponden a aquellos consumidores residenciales, comerciales, pequeña y mediana industria, con una potencia conectada igual o inferior a 2.000 kW. El precio de transferencia entre las compañías generadoras y distribuidoras tiene un valor máximo denominado NUDO, el que es regulado por el Ministerio de Economía. Los precios de nudo son determinados cada 6 meses (Abril y Octubre), en función de un informe elaborado por la CNE, sobre la base de las proyecciones de los costos marginales esperados del sistema en los siguientes 48 meses, en el caso del SIC y de 24 meses en el caso del SING. A partir de 2010 en el caso del SING, el precio de transferencia entre las empresas generadoras y distribuidoras corresponderá a las licitaciones que estas llevan a cabo.

Los clientes libres

Corresponde a aquella parte de la demanda que tiene una potencia conectada mayor a 2.000 KW, principalmente proveniente de clientes industriales y mineros. Estos consumidores pueden negociar libremente sus precios de suministro eléctrico con las generadoras y/o distribuidoras. Los clientes con potencia entre 500 y 2.000 KW tienen la opción de contratar energía a precios que pueden ser convenidos con sus proveedores –o bien-, seguir sometidos a precios regulados, con un período de permanencia mínimo de cuatro años en cada régimen.

Mercado Spot o de corto plazo

Corresponde a las transacciones de energía y potencia entre compañías generadoras, que resulta de la coordinación realizada por el CDEC para lograr la operación económica del sistema. Los excesos (déficit) de su producción respecto de sus compromisos comerciales son transferidos mediante ventas (compras) a los otros generadores integrantes del CDEC. Para el caso de la energía, las transferencias son valoradas al costo marginal. Para la potencia, las transferencias son valoradas al precio de nudo correspondiente, según ha sido fijado semestralmente por la autoridad.

En Chile, la potencia por remunerar a cada generador depende de un cálculo realizado centralizadamente por el CDEC en forma anual, del cual se obtiene la potencia firme para cada central, valor que es independiente de su despacho.

A partir del año 2010, con la promulgación de la Ley 20.018, las empresas distribuidoras deberán disponer de suministro permanentemente para el total de su demanda, para lo cual deben realizar licitaciones públicas de largo plazo.

g) Principales Competidores

A continuación presentaremos sus 3 principales competidores, estos son AES Gener S.A., Endesa S.A. y Colbún S.A.

AES GENER S.A.

Nemotécnico	: AESGENER
Negocios	: Generación Eléctrica
Regulación	: Comisión Nacional de Energía
Clase de Acción	: Comunes
Derechos de cada Clase	: Comunes
Transacciones	: Bolsa de Comercio de Santiago
Clasificación Industrial	: Utilities

El principal propietario de esta compañía es el holding internacional The AES Corporation, que a través del 99,9% de propiedad que tienen sobre Inversiones Cachagua S.A., controla el 70,7% de la propiedad de la compañía. Gener es la segunda compañía con mayor capacidad instalada de activos en Chile (representando el 49% y 30% de la capacidad instalada del SIC y el SING, respectivamente) y la más grande en cuanto a capacidad instalada de centrales termoeléctricas, que representan el 92,9% de los 3.810 MW de potencia de sus generadoras. Además, Gener posee activos de generación adicionales por 1.021 MW en Colombia y Argentina, siendo la exposición a esta última economía acotada por los riesgos de inestabilidad política y regulatoria de esa nación.

ENDESA S.A.

Nemotécnico	: ENDESA
Negocios	: Generación Eléctrica
Clase de Acción	: Comunes
Derechos de cada Clase	: Comunes
Regulación	: Comisión Nacional de Energía
Transacciones	: Bolsa de Comercio de Santiago
Clasificación Industrial	: Utilities

Controlada en un 60,6% de su propiedad por Enersis S.A., la compañía está encargada del negocio de generación de este holding en Latinoamérica. Es el mayor generador eléctrico de Chile y Sudamérica con una capacidad instalada de 14.781 MW incluyendo su participación en activos de Brasil por 987 MW. Propietaria de Emgesa en Colombia, Edegel en Perú y Endesa Costanera y El Chocón en Argentina, la compañía tiene una sólida posición en la región que le permite reducir el riesgo de escasez hídrica en estos países al diversificar su matriz entre centrales hidroeléctricas y térmicas.

COLBUN S.A.

Nemotécnico	: COLBUN
Negocios	: Generación Eléctrica
Clase de Acción	: Comunes
Derechos de cada Clase	: Comunes
Regulación	: Comisión Nacional de Energía
Transacciones	: Bolsa de Comercio de Santiago
Clasificación Industrial	: Utilities

Perteneciente en un 49% de su propiedad al grupo Matte desde 2005, la compañía es uno de los actores más relevantes del SIC en la actualidad. Colbún cuenta con 22 centrales de generación, más de 850 kms. de líneas de transmisión y 26 subestaciones. En cuanto a las centrales, el 43% de la capacidad instalada de 2.962 MW corresponde a hidroeléctricas y el resto a térmicas, siendo el Embalse Colbún (474 MW de capacidad instalada) y el Complejo Termoeléctrico Nehuenco (874 MW) los principales activos. Junto a esto, la compañía posee un 42,5% de la propiedad de Electrogas S.A, que opera un gasoducto de 130 kms. que suministra desde el Terminal GNL Quintero, gas natural para su complejo Nehuenco, las centrales San Isidro de Endesa y distribuidoras de gas de la quinta región y la región metropolitana. Ese punto es especialmente relevante para la compañía, pues le ha permitido aumentar la generación a través de gas natural después de la crisis del gas de Argentina en 2007. Por último, la compañía posee un 49% de la propiedad de Hydroaysén, proyecto hidroeléctrico de 2.750 MW ubicado en el sur del país y que está aún en procesos de tramitación.

Capítulo 3: “Determinación de Múltiplos para la empresa”

a) Determinación de empresas comparables

Para el cálculo de ratios indicados en la metodología, se obtuvo información financiera de los años 2012 a Junio de 2013 de empresas de la industria eléctrica comparables, en Chile, Perú y Colombia, de acuerdo al siguiente listado:

- Chile : Endesa, Colbún y AES Gener.
- Perú : Edegel y Enersur
- Colombia : Isagen

Dicha información se separó por empresas y años, para luego realizar un cuadro comparativo, en donde, se puede apreciar de manera entendible cada una de las partidas necesarias para obtener los múltiplos indicados anteriormente.

b) Estimación de los Múltiplos para el 2012

A continuación presentamos la información, parámetros y múltiplos.

Cuadro N° 3; “Información de la Industria para el año 2012”

	Endesa	Colbún	AES Gener	Edegel	Enersur	Isagen
DF Corriente	179.206.896	276.749	126.051	218.038	32.769	25.743
DF No Corriente	1.699.297.853	1.468.968	2.290.523	772.767	567.186	432.968
Caja	165.892.509	263.804	506.098	250.981	144.597	199.506
Pasivos Totales	3.086.550.292	2.384.022	3.413.262	1.966.634	714.321	2.525.491
Patrimonio Controladores	2.491.624.355	3.451.436	2.423.542	2.520.890	513.305	3.399.174
Patrimonio No Controladores				65.369		-
Ventas Junio t	1.152.858.906	692.700	1.141.518	766.334	245.291	832.434
Ventas Dic T-1	2.387.451.263	1.332.776	2.130.286	1.362.711	416.709	1.682.700
Ventas Junio t-1	1.162.664.239	650.668	1.159.254	666.794	202.521	811.325
EBIT Junio t	326.396.175	553	79.588	333.006	101.266	371.008
EBIT Dic T-1	1.089.801.730	225.663	538.852	507.283	168.894	787.308
EBIT Junio t-1	375.585.449	- 28.267	234.789	292.670	87.762	398.955
D y A Junio t	93.178.936	62.353	106.342	104.001	34.723	51.137
D y A Dic T-1	176.447.100	124.643	195.648	206.365	54.085	99.438
D y A Junio t-1	85.175.342	62.218	91.622	103.352	31.867	49.607
Utilidad Junio t	101.443.063	- 11.026	90.084	204.434	51.843	233.920
Utilidad Dic T-1	446.874.043	5.201	326.084	473.696	85.637	479.112
Utilidad Junio t-1	161.726.422	- 45.039	234.093	186.512	44.550	246.240
N° de Acciones	8.201.754.580	17.536.167.720	8.069.699.033	2.293.668.594	224.297.295	2.726
Precio Junio	849	139	285	2	19	2.450
Market Cap	6.964.601.919	4.868.742	4.607.153	4.266.224	1.599.718	6.678.876
EV	8.677.214.159	6.350.655	6.517.629	5.006.048	2.055.076	6.938.081

Cuadro N° 4; “Ebitda y Ventas de las Empresas para el año 2012”

Descripción	E-CL	Endesa	Colbún	AES Gener	Edegel	Enersur	Isagen
EBITDA UDM	331.949	1.225.063.150	379.261	594.019	754.633	239.339	860.329
EBIT UDM	214.352	1.040.612.456	254.483	383.651	547.619	182.398	759.361
Ventas UDM	1.197.295	2.377.645.930	1.374.808	2.112.550	1.462.251	459.479	1.703.809
Utilidad UDM	141.107	386.590.684	39.214	182.075	491.618	92.930	466.792

Cuadro N° 5; “Múltiplos de las Empresas para el año 2012”

Múltiplos	Endesa	Colbún	AES Gener	Edegel	Enersur	Isagen	Promedio
EV/EBITDA	7,1	16,7	11,0	6,6	8,6	8,1	9,7
EV/EBIT	8,3	25,0	17,0	9,1	11,3	9,1	13,3
EV/VENTAS	3,6	4,6	3,1	3,4	4,5	4,1	3,9
P/U	18,0	124,2	25,3	8,7	17,2	14,3	34,6
P/VENTAS	2,9	3,5	2,2	2,9	3,5	3,9	3,2
P/BV	2,8	1,4	1,9	1,7	3,1	2,0	2,1
Value to book ratio	1,6	1,1	1,2	1,2	1,8	1,2	1,3
	Miles de \$	Miles de USD	Miles de USD	Miles de Soles	Miles de USD	Millones de Cop	

c) Estimación de los Múltiplos para el año 2013

A continuación presentamos la información, parámetros y múltiplos.

Cuadro N° 6; “Información de la Industria para el año 2013”

	Endesa	Colbún	AES Gener	Edegel	Enersur	Isagen
DF Corriente	515.486.559	296.473	127.841	123.276	131.538	71.453
DF No Corriente	1.397.934.736	1.324.401	2.255.807	710.618	544.262	505.482
Caja	172.776.893	235.655	372.151	203.013	52.009	145.416
Pasivos Totales	2.963.524.203	2.439.433	3.411.105	1.880.884	813.403	3.412.185
Patrimonio Controladores	2.540.315.286	3.580.270	2.496.083	2.585.676	590.488	3.661.670
Patrimonio No Controladores				68.260		-
Ventas Junio t	1.004.213.432	885.329	1.182.844	703.906	119.614	1.003.606
Ventas Dic T-1	2.301.821.443	1.408.756	2.327.721	1.524.139	496.128	1.731.539
Ventas Junio t-1	1.152.858.906	692.700	1.141.518	766.334	245.291	832.434
EBIT Junio t	316.326.537	151.360	102.072	335.721	134.412	419.572
EBIT Dic T-1	866.143.400	301.643	444.773	544.826	196.924	749.125
EBIT Junio t-1	326.396.175	553	79.588	333.006	101.266	371.008
D y A Junio t	93.855.896	79.802	112.643	101.565	18.075	47.847
D y A Dic T-1	190.552.970	124.643	214.019	207.905	62.624	100.096
D y A Junio t-1	93.178.936	62.353	106.342	104.001	34.723	51.137
Utilidad Junio t	100.114.537	66.143		209.287	60.523	220.746
Utilidad Dic T-1	234.335.264	48.795	202.933	564.235	100.631	460.903
Utilidad Junio t-1	101.443.063	- 11.026	90.084	204.434	51.843	233.920
N° de Acciones	8.201.754.580	17.536.167.720	8.069.699.033	2.293.668.594	224.297.295	2.726
Precio Junio	724	132	325	3	26	2.575
Market Cap	5.939.874.702	4.561.861	5.176.617	6.261.715	2.123.568	7.019.635
EV	7.680.519.104	5.947.080	7.188.114	6.892.596	2.747.359	7.451.154

Cuadro N° 7; “Ebitda y ventas de las Empresas para el año 2013”

Descripción	E-CL	Endesa	Colbún	AES Gener	Edegel	Enersur	Isagen
EBITDA UDM	224.956	1.047.303.692	594.542	687.577	753.010	276.046	894.495
EBIT UDM	79.188	856.073.762	452.450	467.257	547.541	230.070	797.689
Ventas UDM	1.149.188	2.153.175.969	1.601.385	2.369.047	1.461.711	370.451	1.902.711
Utilidad UDM	17.663	233.006.738	125.964	112.849	569.088	109.311	447.729

Cuadro N° 8; “Múltiplos de las Empresas para el año 2013”

Múltiplos	Endesa	Colbún	AES Gener	Edegel	Enersur	Isagen	Promedio
EV/EBITDA	7,3	10,0	10,5	9,2	10,0	8,3	9,2
EV/EBIT	9,0	13,1	15,4	12,6	11,9	9,3	11,9
EV/VENTAS	3,6	3,7	3,0	4,7	7,4	3,9	4,4
P/U	25,5	36,2	45,9	11,0	19,4	15,7	25,6
P/VENTAS	2,8	2,8	2,2	4,3	5,7	3,7	3,6
P/BV	2,3	1,3	2,1	2,4	3,6	1,9	2,3
Value to book ratio	1,4	1,0	1,3	1,6	2,0	1,1	1,4
	Miles de \$	Miles de USD	Miles de USD	Miles de Soles	Miles de USD	Millones de Cop	

d) Valoración por Múltiplos de E-CL

i. Múltiplos para la Industria

Cuadro N° 9; “Múltiplos para la industria”

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2012	2013	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	34,6	25,6	30,1
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	9,7	9,2	9,4
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	13,3	11,9	12,6
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,1	2,3	2,2
	VALUE TO BOOK RATIO	1,3	1,4	1,4
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	3,2	3,6	3,4
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3,9	4,4	4,1

ii. Indicadores para la empresa E.CL a Junio de 2013

Cuadro N° 10; “Indicadores para E-CL”

ITEM CONTABLE	2013 (a Junio) USD
UTILIDAD POR ACCIÓN	0,0168
EBITDA	224.956
EBIT	79.188
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	1.664.573
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	1.889.125
VENTAS POR ACCIÓN	1,091
VENTAS	1.149.188

iii. Valores de la empresa E.CL en base a Múltiplos de la Industria

Cuadro N° 11; “Múltiplos de la industria”

TIPO DE MÚLTIPLO	EN BASE A MÚLTIPLO:	Valor de Empresa 2013 (Precio Acción USD)	Valor de Empresa 2013 (Precio Acción CLP)
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	0,505	256
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	1,438	728
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	0,368	187
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	3,490	1.768
	VALUE TO BOOK RATIO	1,729	876
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	3,679	1.864
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3,938	1.995

Capítulo 4: “Conclusiones”

Según la valoración presentada en este informe, el rango de valor justo para la compañía E.CL a junio del año 2013 debiera estar entre \$187 y \$1195 por acción.

Sin embargo, dadas las características de la compañía, dónde la inversión en activos fijos es muy relevante en la operación del negocio, consideramos que los múltiplos más relevantes para hacer una comparación válida debieran ser los relacionados con el valor libro de las compañías. Así, tomando en cuenta estos múltiplos, el rango de valor para la acción de E.CL se acota a \$876 y \$1.768 por acción.

Si consideramos que el valor fundamental de la acción calculado bajo el método de los flujos de caja descontados fue de \$887,86, este valor coincidiría con el rango mínimo de nuestra valoración por múltiplos.

Motivos por los cuales existe una desviación entre el valor fundamental calculado en base a múltiplos, y el valor en bolsa de la compañía existen varios, y probablemente pueden ser motivo de análisis de un nuevo trabajo de este tipo, sin embargo, enumeraremos los más probables:

- 1.- La bolsa chilena como un todo este desviada de su valor fundamental por ruidos macroeconómicos y/o políticos.
- 2.- Los múltiplos de la compañía a junio del año 2013 no representen la realidad futura de la empresa, ya que puede que tanto utilidades como Ebitda tengan una tendencia a la baja.
- 3.- Comparables que no sean en la práctica tan comparables, por motivos tales como: i) empresas que tengan un mayor potencial de crecimiento debieran transarse más caras que empresas en estado estacionario, este caso podría explicar las diferencias con comparables peruanas y colombianas; ii) empresas que tengan un mayor nivel de liquidez en sus transacciones de acciones, ya que empresas de menor liquidez generalmente están afectas a un descuento asociado al riesgo de quedarse “atrapado con las acciones”; y, iii) empresas con mejor o más transparente Gobierno Corporativo.