



**“Valorización EDELNOR S.A (Enel Distribución Perú)”
MEDIANTE MÉTODO DE MÚLTIPLOS**

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

Alumno: Pamela Carvajal Vergara

Profesor Guía: Aldo Bombardiere

Santiago, Mayo del 2019

II Dedicatoria

A mi amada familia, por su constante apoyo.

En especial a mi pareja, por estar en cada paso de este proceso

En las buenas, las malas y las fomes.

III Tabla de Contenidos

I Portada	1
II Dedicatoria	2
III Tabla de Contenidos	3
IV Índice de Tablas y Gráficos	5
V Resumen Ejecutivo	6
2.2 Desarrollo	7
2.2.1 Metodología	7
a) Valorización por Múltiplos	7
2.2.2 Descripción de la Empresa e Industria.....	9
a) Ficha Enel Distribución Perú	9
b) Descripción Enel Distribución Perú.....	9
c) Estructura Societaria	10
d) Regulación	12
e) Negocio de Enel Distribución Perú.....	13
f) Clientes	14
g) Industria	16
h) Evolución de la Acción de Enel Distribución Perú.....	16
i) Empresas Benchmark.....	17
2.2.3 Descripción del Financiamiento de Enel Distribución Perú.	19
2.2.4 Estructura de Capital de Enel Distribución Perú.....	21
a) Deuda Financiera	21
b) Patrimonio Económico.....	21
c) Estructura Objetivo de Enel Distribución Perú.	21
2.2.5 Estimación de Costo Patrimonial y Costo de Capital de Enel Distribución Perú. ...	23
a) Tasas relevantes para la estimación	23
b) Costo de la Deuda	23
c) Beta de la Deuda.....	23

d) Beta de la Acción	24
e) Beta Patrimonial sin deuda	24
f) Beta Patrimonial con deuda	25
g) Costo Patrimonial.....	25
h) Costo de Capital.....	25
2.2.6 Valoración por Múltiplos	27
2.2.7 Conclusiones	33
2.3 Anexos	34
2.3.1 Bibliografía	34
2.3.2 Información Extra	36
a) Estructura Societaria ENEL Distribución Perú.....	36
b) Estructura Societaria ENEL Distribución Perú-LATAM	37
c) Impuestos promedios individual en Perú.....	38
d) Impuestos promedios corporativo en Perú.....	38

IV Índice de Tablas y Gráficos

Tabla 1. Definición de Múltiplos	8
Tabla 2. Resumen Enel Distribución Perú.....	9
Tabla 3. Empresa comparable: Luz del Sur	17
Tabla 4. Empresa comparable: Interconexión Eléctrica S.A	17
Tabla 5. Empresa comparable: Enel Distribución Chile.....	18
Tabla 6. Empresa comparable: Electro Sao Paulo	18
Tabla 7. Bonos emitidos por Enel Distribución Perú.....	20
Tabla 8. Deuda Financiera Enel Distribución Perú.....	21
Tabla 9. Patrimonio económico Enel Distribución Perú.....	21
Tabla 10. Estructura Capital Objetivo Enel Distribución Perú.....	22
Tabla 11. Cálculo Beta de la Acción.....	24
Tabla 12. Múltiplos Enel Distribución Chile.....	27
Tabla 13. Múltiplos Luz del Sur	28
Tabla 14. Múltiplos ISA.....	29
Tabla 15. Múltiplos Electro Paulo	30
Tabla 16. Múltiplos de la Industria.....	30
Tabla 17. Múltiplos Enel Distribuidora de Perú.....	31
Tabla 18. Precio acción Enel Distribuidora S.A en base a múltiplos	31
Gráfico 1. Estructura societaria.....	11
Gráfico 2. Crecimiento histórico clientes Enel Distribución Perú.....	15
Gráfico 3. Consumo por Segmento de cliente de Enel Distribución Perú.....	15
Gráfico 4. Precio Acción Empresas Enel Distribución Perú.....	16
Gráfico 5. Perfil vencimiento de Bonos Enel Distribución Perú.....	19

V Resumen Ejecutivo

Enel Distribución Perú S.A (ex Edelnor S.A) es una empresa dedicada al servicio de distribución de electricidad para la zona norte de Lima. Este tipo de servicios se consideran monopolios naturales. La participación de mercado de la empresa es de 53%. Sus clientes son de dos tipos: Libres o Regulados, lo cual depende de la cantidad de energía que demandan; en total suman más de 1,4 millones, representando en los últimos 12 meses (a septiembre 2018) una venta de \$2.926 millones de soles. Esta empresa pertenece a Enel Perú S.A (83.15%), la cual a su vez, pertenece al Grupo Enel Italia.

En Perú, la energía eléctrica está regulada por 3 organismos, quienes entre sus funciones tienen otorgar las concesiones y autorizar la participación en el mercado eléctrico, fiscalizar el cumplimiento de disposiciones legales, técnicas, establecer tarifas reguladas y el cumplimiento de leyes de mercado, ambientales y derechos del consumidor.

La tasa de costo de capital equivale a 8.70% y se calculó por el método de Promedio Ponderado de Capital (WACC por sus siglas en inglés). Con el modelo CAMP se llegó al costo patrimonial de 10.4% y se utilizó el modelo de Rubistein (para empresas riesgosas) para desapalancar la empresa, teniendo en cuenta la estructura objetivo de ésta, que corresponde a Deuda/Activo de 27%, Patrimonio /Activo 73% y Deuda/Patrimonio de 38%.

Para la valorización se utilizó el método de múltiplos, que usa la información promedio de empresas comparables a la empresa bajo análisis. Lo anterior, supone que las empresas tenderán al promedio de mercado en el tiempo bajo condiciones de mercados eficientes. En el caso de Enel Distribución Perú, se utilizaron ratios de ganancia P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT y ratios de valor libro PBV y EV/VB. Las empresas comparables utilizadas son: Luz del Sur S.A., quien distribuye energía eléctrica en el sector Sur de la ciudad de Lima; Interconexión Eléctrica S.A. (ISA CB) de Colombia, Enel Distribuidora en Chile y Electro Sao Pablo de Brasil, que fue comprada por Enel en junio del 2018. Utilizando los múltiplos mencionados se obtiene un precio de la acción de Enel Distribución Perú de \$7.05 soles por acción, lo que representa un 24.5% sobre el valor de acción de la empresa en Septiembre 2018, que equivalía a \$5.66 soles por acción.

A modo de conclusión, si bien la valorización por múltiplos es una guía para establecer un precio objetivo de la acción, ciertas condiciones de este mercado (baja liquidez, monopolio natural, altos niveles de regulación) dan a entender que la información capturada a través de precios de mercado puede no ser totalmente eficiente y generar sesgo en el resultado entregado.

2.2 Desarrollo

2.2.1 Metodología

a) Valorización por Múltiplos

La valorización por múltiplos consiste en calcular el valor de la empresa mediante la comparación de múltiplos (ratios) de los resultados de empresas comparables en la industria. Para llevar a cabo este tipo de valorización se deben seguir los siguientes pasos:

a) Recolección data.

Se recolectó información de la Industria y de Enel Distribución Perú, para los trimestres acumulados a tercer trimestre 2017 y tercer trimestre 2018, para que fuesen comparables entre sí.

b) Empresas Comparables

Fueron determinadas bajo dos criterios principales, el primero fue tener presencia en la región Latinoamericana y el segundo que la utilidad de la empresa provenga en su mayor porcentaje del negocio de distribución eléctrica.

Es importante mencionar que para que las empresas sean consideradas comparables deben compartir ciertas características, entre las cuales se encuentran, flujos de caja libre, riesgos y crecimientos.

c) Múltiplos estandarizados

Se calcularon los múltiplos estándares para el año 2017 y 2018 y el promedio de ambos, para las empresas comparables y para Enel Distribución Perú, correspondientes a la siguiente tabla:

Tabla 1. Definición de Múltiplos

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	Definición
Múltiplos de ganancias	P/E	PRECIO UTILIDAD
	EV / EBITDA	VALOR EMPRESA /EBITDA
	EV/ EBIT	VALOR EMPRESA/EBIT
Múltiplos de Valor Libro	PBV	VALOR LIBRO PATRIMONIO
	VB	VALOR LIBRO EMPRESA
Múltiplos de ingresos	P/Sales	VENTAS POR ACCIÓN
	EV/Sales	VALOR EMPRESA POR VENTAS

Fuente: Tarea 5 AFE

d) Valorización

En función de los cálculos anteriores es posible valorizar a Enel Distribución Perú S.A., en base a los múltiplos de la industria, obteniendo como resultado el precio de la acción con valores de mercado para todos los múltiplos.

e) Análisis del Resultado

Se eligen los múltiplos representativos para la empresa, considerando su representatividad y relación con respecto a las características similares de la empresa comparable versus Enel Distribución Perú S.A.

Este método es muy utilizado en los análisis de valorización, en especial cuando se requiere ponderar fuertemente las creencias e información del mercado sobre una determinada empresa. Esto, porque todo se basa en información de la Industria. (Acevedo, 2017)

2.2.2 Descripción de la Empresa e Industria

a) Ficha Enel Distribución Perú

Tabla 2. Resumen Enel Distribución Perú.

	Observaciones
Razón Social	Enel Distribución Perú S.A.
RUT	20269985900
Nemotécnico	ENDISPCI (Código ISIN: PEP701011004)
Industria	Distribución de energía eléctrica
Regulación	Regulado por OSINERGMIN, la Dirección General de Electricidad del Ministerio de Energía y Minas, el Organismo de Evaluación y Fiscalización Ambiental y el Comité de Operación Económica del Sistema. La Ley de Concesiones Eléctricas, la Ley para Asegurar el Desarrollo Eficiente de la Generación Eléctrica (Ley N° 28832), la Ley Antimonopolio y Oligopolio del Sector Eléctrico, la Norma Técnica de Calidad de los Servicios Eléctricos, la Ley de Creación de Osinergmin y sus reglamentos, el Reglamento de Protección Ambiental en las Actividades Eléctricas y el Reglamento de Usuarios Libres de Electricidad.
Tipo de operación	Concesionaria de servicio público de electricidad para la zona norte de Lima y las provincias de Callao, Huaura, Huaral, Barranca y Oyón. Posee subestaciones de transmisión eléctrica (SET), subestaciones de distribución (SED) y redes de alta, media y baja tensión.
Filiales	No posee
Mayores accionistas	* Enel Perú S.A.C. con 83,15% de la propiedad. * Otros con 9,36% de la propiedad. * AFP Integra S.A. con 7,49% de la propiedad.
Clases de acciones	Acciones Ordinarias
Derechos de la acción	Recibir dividendos y Voto simple por el Miembros de la Junta Directiva de la empresa y aprobación de los estados financieros
Mercado donde transa	Bolsa de Valores de Lima (BVL)

Fuente: Elaboración propia

b) Descripción Enel Distribución Perú

Enel Distribución Perú S.A. es una empresa que se dedica a adquirir energía eléctrica de las generadoras y transmisoras para poder distribuirla a los usuarios finales, los mismos que pueden ser consumidores industriales, comerciales o residenciales.

La empresa pertenece al Grupo Enel, una multinacional de energía y uno de los principales operadores integrados globales en los sectores de energía y gas. Grupo Enel tiene presencia en 35 países alrededor de los cinco continentes, produciendo energía a través de una capacidad gestionada de más de 89 GW. Esta energía llega a casi 73 millones de consumidores finales en todo el mundo a través de una red de 2.2 millones de Km.

En Perú, existen tres empresas relacionadas del Grupo Enel: Enel Distribución Perú, Enel

Generación Perú y Enel Generación Piura, siendo Enel Distribución Perú S.A., una empresa concesionaria del servicio público de electricidad para la zona norte de Lima Metropolitana (más del 50% de la población), la provincia constitucional del Callao y las provincias de Huaura, Huaral, Barranca y Oyón

La concesión bajo la cual opera Enel Distribución Perú S.A. abarca 52 distritos que cubren un total de 1,550 km², compartiendo cinco distritos adicionales con la empresa distribuidora de la zona sur de Lima. (Memoria Anual Enel Distribución Perú S.A.A, 2017).

c) Estructura Societaria

Enel Distribución Perú, tiene su matriz en Enel Spa, empresa controlada por el Gobierno de Italia (Ministerio de Economía), BlackRock Inc. (Empresa dedicada a los fondos de inversión) y Otros inversionistas, quienes tienen el mayor porcentaje de la empresa.

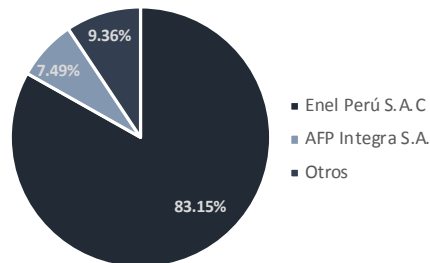
El Grupo está dividido regionalmente en Italia, Iberia, Latam (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú), Europa y Norte de África (Rumania, Rusia, Eslovaquia y en menor proporción otros), América del Norte y Central (México, Panamá, USA y otros) y en Sudáfrica y Asia.

Cuelga de esta matriz, Enel Chile y Enel Américas, este último tienen empresas tanto generadoras como de distribución en los países de Argentina, Brasil, Colombia y Perú. (Memoria Anual Enel Distribución Perú S.A.A, 2017)

El capital de la Sociedad, al 30 de setiembre del 2018, está representado por 638.563.900 acciones comunes, de un valor nominal 1 Sol peruanos cada una, íntegramente suscritas y pagadas, gozando todas de iguales derechos y obligaciones.

Gráfico 1. Estructura societaria

Enel Distribución Perú - Principales accionistas



Fuente: Elaboración Propia. Información Memoria 2017

Durante 2017, la empresa simplificó su estructura societaria, en función de seguir el plan estratégico de la matriz, que piensa establecer un holding país, para hacer más expedita la toma de decisiones y la creación de valor de la empresa.

Así, en octubre 2017, Enel Perú S.A.C. realizó una operación de compra a accionistas minoritarios por el equivalente al 7.5% del capital social de Enel Distribución Peru S.A.A., y la compra de la participación de Enel Américas S.A. sobre el 24% del capital social de Enel Distribución Perú S.A.A.; alcanzando la propiedad del 83.15% de Enel Distribución Peru S.A.A.

Enel Perú S.A.C., titular del 83.15% de acciones de Enel Distribución Perú S.A.A., es una sociedad anónima cerrada constituida y existente bajo las leyes peruanas. Debido a la participación accionaria que mantiene en Enel Distribución Perú, Enel Perú S.A.C. tiene el derecho de elegir a la mayoría de miembros de su Directorio y ejercer su control efectivo. Por otra parte, AFP Integra S.A. es una administradora privada de fondos de pensiones, bajo la modalidad de cuentas individuales de capitalización y otorgando a sus afiliados prestaciones de jubilación, invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio y tiene en su poder el 7,5% de las acciones. El resto de la compañía corresponde a participación minoritaria de otros grupos y conforman el 9,36%. (Memoria Anual Enel Distribución Perú S.A.A, 2017)

d) Regulación

En Perú, el proceso de distribución de energía está regulado por tres entidades:

- OSINERGMIN

Regulan la inversión en energía y minería en Perú y dictan la revisión de tarifas de electricidad. (Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería, 2017)

- Dirección General de Electricidad del Ministerio de Energía y Minas (“Minem”)

Dictan las políticas de energía para Perú. Tanto para la mantención y debido uso de la energía eléctrica como para preservar el desarrollo y continuidad del servicio en el futuro. (Minem, 2019)

- COES o Comité de Operación Económica del Sistema

El operador del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional, que coordina el despacho de las unidades de generación en función del mínimo costo, prepara diversos estudios encargados por la normatividad y administra el mercado de corto plazo

El marco regulatorio del Sector Eléctrico del Perú se sostiene principalmente por la Ley de Concesiones Eléctricas, la Ley para Asegurar el Desarrollo Eficiente de la Generación Eléctrica (Ley N° 28832), la Ley Antimonopolio y Oligopolio del Sector Eléctrico, la Norma Técnica de Calidad de los Servicios Eléctricos, la Ley de Creación de Osinergmin y sus reglamentos, el Reglamento de Protección Ambiental en las Actividades Eléctricas y el Reglamento de Usuarios Libres de Electricidad. (COES, 2019)

Uno de los aspectos fundamentales de la Ley de Concesiones Eléctricas es el principio que señala que un mismo titular o quien ejerza control sobre éste, no puede desarrollar más de una actividad entre generación, transmisión y distribución, salvo lo previsto en la propia ley.

La Ley Antimonopolio y Antioligopolio del Sector Eléctrico (Ley N° 26876). La Ley N° 28832 tiene como objetivos principales asegurar la suficiencia de generación y distribución eficiente que reduzca la exposición del sistema a la volatilidad de precios y a los riesgos de racionamiento. (OSINERGMIN, 2005)

Además, por el lado de impuestos, están obligados a pagar el 1% de las ventas anuales. Conforme a la Ley de Concesiones Eléctricas y su reglamento, Decreto Supremo N° 127-2013-PCM (Memoria Anual Enel Distribución Perú S.A.A, 2017)

e) Negocio de Enel Distribución Perú

Enel Distribución Perú S.A.A., es una empresa concesionaria del servicio público de electricidad para la zona norte de Lima Metropolitana (más del 50% de la población), la provincia constitucional del Callao y las provincias de Huaraura, Huaral, Barranca y Oyón. La empresa opera bajo una concesión indefinida otorgada por el Estado, bajo la cual abarca 52 distritos que cubre un total de 1,550 km², compartiendo cinco distritos adicionales con la empresa distribuidora de la zona sur de Lima.

El core del negocio de la Empresa de Distribución es el transporte de energía eléctrica a altos niveles de tensión y a largas distancias, mientras que en el segmento de distribución traslada electricidad hacia los consumidores finales mediante redes eléctricas de mediana y baja tensión. (Memoria Anual Enel Distribución Perú S.A.A, 2017)

Las instalaciones de un sistema de distribución comprenden líneas y redes primarias en media tensión (MT), subestaciones de distribución (SED), redes de distribución secundaria (BT) y el servicio particular e instalaciones de alumbrado público (AP). Las líneas y redes primarias transportan energía eléctrica en media tensión desde el sistema de transmisión hasta las redes de distribución secundaria y/o conexiones para usuarios mayores.

De esta forma, las redes de distribución secundaria transportan energía eléctrica en baja tensión a los usuarios finales. Por último, la parte de la conexión entre la red de distribución secundaria y el medidor eléctrico se denomina acometida.

En el caso de las líneas y redes primarias y secundarias, los costos de distribución, poseen economías de ámbito, pues resulta más económico distribuir energía y potencia por un solo sistema que distribuirlo vía dos o más sistemas independientes. Es importante señalar que las empresas de distribución eléctrica ofrecen, principalmente, dos servicios: energía y potencia, por tanto, se

clasificarían como firmas multi-producto. Asimismo, exhiben economías de densidad asociadas a la disminución en los costos medios conforme se incrementa la densidad de la red.

El desarrollo de redes inteligentes o smartgrids proporciona una relación bidireccional con respecto a los patrones de consumo, precios e información técnica entre las empresas de distribución y los consumidores finales (Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería, 2017). La red inteligente está compuesta por controles, ordenadores, sistema de automatización, nuevas tecnologías y herramientas que interaccionan entre sí. Por último, el desarrollo integral de estos sistemas requiere de los smartmeters o telecontadores, medidores eléctricos digitales que recopilan información sobre el uso de la energía y la envían en forma segura a un centro de operaciones y control. Esto permite al consumidor conocer la magnitud de la energía que está consumiendo en tiempo real y optar por desconectarse dependiendo de sus restricciones presupuestales. (Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería, 2017)

f) Clientes

El número de clientes atendidos por Enel Distribuidora del Peru en cuanto a servicio de distribución de energía eléctrica se ha incrementado en los últimos periodos, siendo a septiembre del 2018 de alrededor de 1.42 millones, registrando un incremento de 1.43% respecto a diciembre del 2017, beneficiando a más de la mitad de los pobladores de Lima Metropolitana.

Por ley, las tarifas están reguladas según el tipo de usuario reglamentado, de los cuales existen dos tipos. Para que un usuario pueda optar entre ser un usuario libre o uno regulado debe de tener una demanda máxima anual que supere los 200kW y sea inferior a 2,500kW, mientras que todos aquellos clientes cuya demanda máxima anual supere los 2,500kW deberán ser registrados como usuarios libres. (Memoria Anual Enel Distribución Perú S.A.A, 2017)

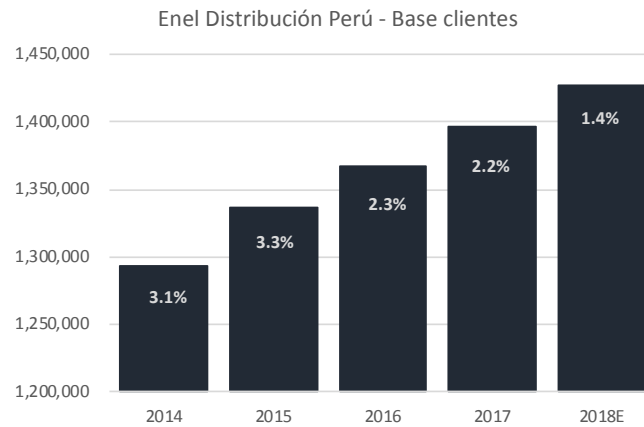
- **Usuarios Libres:** Facultados para comprar electricidad directamente de una o más generadoras bajo un esquema de precios libres.

- **Usuarios Regulados:** Contratan energía exclusivamente de la empresa distribuidora de la zona de concesión, por lo cual la tarifa eléctrica a la que se encuentra sujeto el consumidor final incluye:

precio en barra, peajes y compensaciones de la transmisión eléctrica, y el valor agregado de la distribución

Una vez identificado el usuario se pueden identificar los segmentos de clientes, que corresponden a Residencial, Comercial, Industrial, Otros y Peaje. Quienes consumen diferentes cantidades de energía.

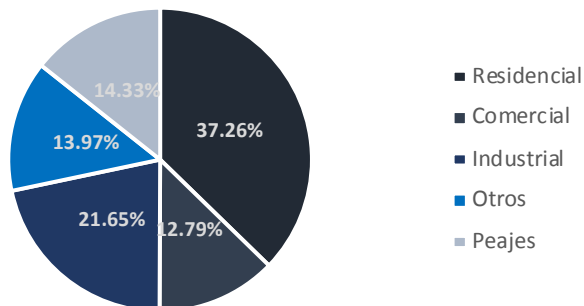
Gráfico 2. Crecimiento histórico clientes Enel Distribución Perú.



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 3. Consumo por Segmento de cliente de Enel Distribución Perú.

Enel Distribución Perú - Consumo energético por base de clientes



Fuente: Elaboración propia

g) Industria

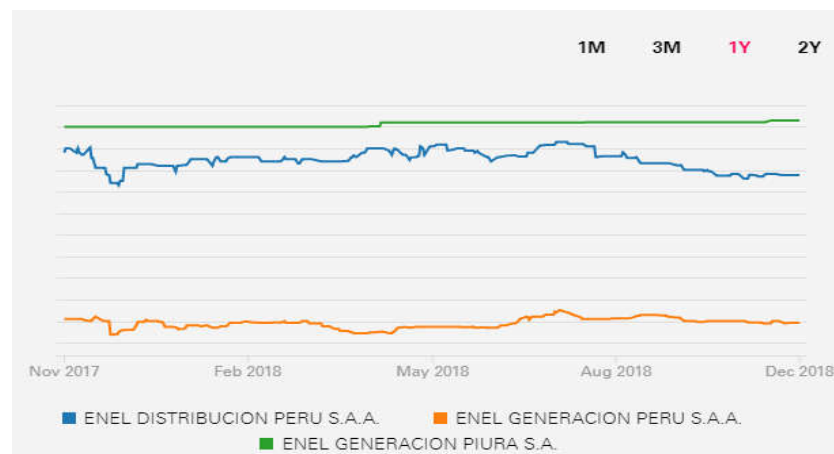
El servicio público de electricidad en la ciudad de Lima es comercializado y distribuido por dos empresas que se dividen el mercado de acuerdo con criterios geográficos, sin competir directamente entre ellas:

- Luz del Sur, es la empresa concesionaria del servicio público de electricidad para los distritos ubicados en la zona sur de la ciudad hasta la provincia de Cañete.
- Enel Distribuidora Perú, por su parte, tiene la concesión de la distribución y comercialización de energía eléctrica en la zona norte de Lima Metropolitana, en la Provincia Constitucional del Callao y las provincias de Huaraura, Huaral, Barranca y Oyón. La empresa abarca un área de 1,550 km², atiende 52 distritos de manera exclusiva y comparte cinco distritos adicionales con la empresa distribuidora de la zona sur de Lima.

h) Evolución de la Acción de Enel Distribución Perú

La evolución de la acción de Enel Distribución Perú S.A.A. ha ido transando relativamente parejo al 30 de Septiembre 2018 donde el precio de la acción cerró en niveles de \$5.66 Soles peruanos por acción. (Enel Perú, 2019)

Gráfico 4. Precio Acción Empresas Enel Distribución Perú



Fuente: Página Enel Perú

i) Empresas Benchmark

Las empresas comparables para Enel Distribución Perú S.A.A son las siguientes:

1.-Luz del Sur

Tabla 3. Empresa comparable: Luz del Sur

	Observaciones
Nombre Empresa	Luz del Sur
Ticket	LUSURBC1
Descripción de la Empresa	Distribuidora, Generadora y Comercializadora de Energía, es controlada a través de Ontario Quinta S.R.L. (61.16%), Energy Business International S.R.L. (1.93%) y PeruvianOpportunityCompany S.A.C. (12.85%). El 20.17% restante se distribuye entre distintos accionistas locales y extranjeros EBITDA por Distribución 2,903.9MM soles

Fuente: Elaboración propia. Data de (Luz del Sur, 2019)

2.-ISA S.A (Colombia)

Tabla 4. Empresa comparable: Interconexión Eléctrica S.A

	Observaciones
Nombre Empresa	Interconexión Eléctrica S.A
Ticket	ISA CB
Descripción de la Empresa	Empresa de distribución (77% de ventas provienen de negocio distribuidor) con presencia en ocho países cuyo principal controlador es el organismo público de Colombia en 51%

Fuente: Elaboración propia. Data de (ISA, 2019)

3.-Enel Distribuidora Chile

Tabla 5. Empresa comparable: Enel Distribución Chile

	Observaciones
Nombre Empresa	Enel Distribución Chile
Ticket	ENELCHILE
Descripción de la Empresa	Distribuidora de Energía eléctrica Tiene dos filiales, Luz Andes y Empresa Eléctrica de Colina. Es controlada por Enel Chile en un 99%, el resto es entre varios, principalmente Nevasa SA Corredores de Bolsa. EBITDA por Distribución Equivalente a 862MM Soles

Fuente: Elaboración propia. Data en (ENEL Chile , 2019)

4.-Electro Sao Paulo

Tabla 6. Empresa comparable: Electro Sao Paulo

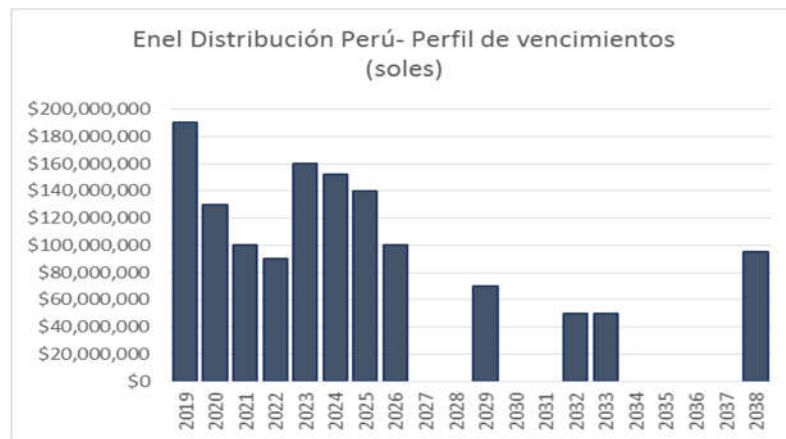
	Observaciones
Nombre Empresa	Electro Sao Paulo
Ticket	No transa en bolsa
Descripción de la Empresa	Distribuidora de Energía más importante de Brasil. Atiende 24 Municipios de la región de Sao Paulo con más de 7 millones de clientes. Fue comprada en junio del año 2018 por el Grupo Enel. EBITDA por Distribución equivalente a 900MM Soles

Fuente: Elaboración propia. Data de (ENEL Sao Paulo, 2019)

2.2.3 Descripción del Financiamiento de Enel Distribución Perú.

Enel Distribución Perú S.A.A. se financia mayoritariamente vía Bonos, los que representan un 55% del pasivo total de la compañía. Principalmente son emisiones locales. El perfil de vencimiento de la empresa es el siguiente:

Gráfico 5. Perfil vencimiento de Bonos Enel Distribución Perú.



Fuente: Elaboración propia

El Bono más largo corresponde al vencimiento en el año 2038, seguido por el año 2033, 2032, 2029 y 2026, sin embargo estos bonos no poseen valores en el mercado a Septiembre 2018. Además ninguno de ellos tiene una porción significativa del total de la deuda. En el año 2025, se encuentra un bono que representan por si solos un 8% de la deuda total y que si es operado en el mercado a un nivel de 5.85%. (Bloomberg, 2018)

La deuda está dividida en 3 usos de fondos:

- 1) Los que son para usos generales indistintos según necesidad de la empresa.
- 2) Para usos de refinanciamiento.
- 3) Los recursos captados como consecuencia de la emisión de bonos serán utilizados aproximadamente hasta el 51.03% para la refinanciación de los vencimientos de deuda financiera y aproximadamente hasta el 48.97% para cubrir nuevas inversiones en base a los planes de inversión del Emisor.

Tabla 7. Bonos emitidos por Enel Distribución Perú

Bono	Nemo	Fecha Emisión	Valor Nominal	Moneda	Tipo de colocación	Fecha vencimiento	Tipo de bono	Tasa cupón	Periodicidad	Número de pagos	Periodo de gracia	Motivo de emisión	Clasificación de riesgo	Tasa de colocación	Precio emisión	Valor de mercado
PEP70101M449	EDEL4BC1A	15/04/2010	30,000,000	Soles	Local	15/04/2017	Bullet	5.375%				Los recursos provenientes de las emisiones de los Bonos Corporativos se utilizarán indistintamente por el Emisor para financiar cualquiera de sus obligaciones, incluyendo inversiones y refinanciamiento de deuda, así como para el manejo eficiente de su tesorería.	AAA	7.06%		
PEP70101M456	EDEL4BC3A	30/04/2010	20,000,000	Soles	Local	30/04/2015	Bullet						AAA	6.63%		
PEP70101M464	EDEL4BC5A	6-8-2010	30,000,000	Soles	Local	6-8-2020	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	7.44%	A la par	1.61%
PEP70101M472	EDEL4BC1B	2-11-2010	20,000,000	Soles	Local	2-11-2017	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	6.50%	A la par	-
PEP70101M480	EDEL4BC4A	14/01/2011	20,000,000	Soles	Local	14/01/2019	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	7.03%	A la par	-
PEP70101M498	EDEL4BC9A	13/04/2012	40,000,000	Soles	Local	13/04/2022	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	6.28%	A la par	3.62%
PEP70101M506	EDEL4BC11A	10-5-2012	50,000,000	Soles	Local	10-5-2032	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	6.06%	A la par	-
PEP70101M514	EDEL4BC13A	23/08/2012	50,000,000	Soles	Local	23/08/2022	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	5.56%	A la par	-
PEP70101M522	EDEL4BC15A	7-11-2012	40,000,000	Soles	Local	7-11-2025	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	5.00%	A la par	-
PEP70101M530	EDEL4BC12A	25/01/2013	50,000,000	Soles	Local	25/01/2033	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	5.13%	A la par	-
PEP70101M548	EDEL5BC1A	23/08/2013	50,000,000	Soles	Local	23/08/2020	Bullet	-	Anual	1	-	Los recursos captados como consecuencia de la emisión de bonos serán utilizados indistintamente por el emisor cubrir las necesidades de financiación del emisor, en forma de refinanciación de vencimientos de deuda y formalización de nueva deuda para cubrir nuevas inversiones.	AAA	6.75%	A la par	-
PEP70101M555	EDEL5BC5A	23/08/2013	35,500,000	Soles	Local	23/08/2038	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	7.28%	A la par	-
PEP70101M563	EDEL5BC5B	20/11/2013	50,000,000	Soles	Local	20/11/2020	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	6.50%	A la par	2.25%
PEP70101M571	EDEL5BC8A	20/11/2013	60,000,000	Soles	Local	20/2038	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	7.38%	A la par	-
PEP70101M589	EDEL5BC9A	11-4-2014	100,000,000	Soles	Local	11-4-2021	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	6.78%	A la par	2.62%
PEP70101M597	EDEL5BC10A	12-6-2014	60,000,000	Soles	Local	12-6-2023	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	6.34%	A la par	4.34%
PEP70101M605	EDEL5BC11A	12-6-2014	100,000,000	Soles	Local	12-6-2019	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	5.84%	A la par	2.80%
PEP70101M613	EDEL5BC2A	18/09/2014	80,000,000	Soles	Local	18/09/2024	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	6.34%	A la par	-
PEP70101M621	EDEL5BC12A	18/09/2014	49,000,000	Soles	Local	18/09/2017	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	4.81%	A la par	-
PEP70101M639	EDEL5BC17A	16/07/2015	70,000,000	Soles	Local	16/07/2019	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	6.13%	A la par	0.67%
PEP70101M647	EDEL5BC18A	17/03/2016	37,745,000	Soles	Local	18/03/2017	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	5.96%	A la par	-
PEP70101M654	EDEL5BC19A	17/03/2016	70,000,000	Soles	Local	17/03/2029	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	8.13%	A la par	-
PEP70101M662	EDEL5BC20A	6-7-2016	100,000,000	Soles	Local	6-7-2023	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	6.09%	A la par	4.30%
PEP70101M670	EDEL5BC21A	12-10-2016	72,405,000	Soles	Local	12-10-2024	Bullet	-	Anual	1	-		AAA	6.00%	A la par	5.92%
PEP70101M688	EDP6BC1A	13/11/2017	100,000,000	Soles	Local	13/11/2025	Bullet	5.375%	Anual	1	-	Los recursos captados como consecuencia de la emisión de bonos serán utilizados aproximadamente hasta el 51.03% para la refinanciación de los vencimientos de deuda financiera y aproximadamente hasta el 48.97% para cubrir nuevas inversiones en base a los planes de inversión del Emisor.	AAA	5.72%	Bajo la par	5.85%
PEP70101M696	EDP6BC2A	21/03/2018	100,000,000	Soles	Local	21/03/2026	Bullet	5.375%	Anual	1	-		AAA	5.38%	A la par	-

Fuente: Elaboración Propia. Data (Estado Financiero Enel distribución Perú, 3Q2018)

2.2.4 Estructura de Capital de Enel Distribución Perú.

a) Deuda Financiera

La deuda financiera de la compañía es un elemento clave para determinar el valor económico de la empresa, necesario para su valorización. Ésta incluye los compromisos vigentes de deuda de la empresa, ya sea a través de deuda vía bonos o créditos.

Tabla 8. Deuda Financiera Enel Distribución Perú.

	2014	2015	2016	2017	2018*
Deuda Financiera (soles)	\$ 1,268,775,000	\$ 1,262,372,000	\$ 1,446,463,000	\$ 1,402,908,000	\$ 1,448,267,000

* Al 30 de septiembre de 2018

Fuente: Elaboración propia. Data (Estado Financiero Enel distribución Perú, 3Q2018)

b) Patrimonio Económico

El Patrimonio económico es la cantidad de acciones emitidas en el mercado y el precio al que se están transando.

Tabla 9. Patrimonio económico Enel Distribución Perú.

Patrimonio Económico	2014	2015	2016	2017	2018*
Shares outstanding	638,563,900	638,563,900	638,563,900	638,563,900	638,563,900
Price/Share (Soles)	\$ 6.00	\$ 4.95	\$ 6.16	\$ 5.64	\$ 5.66
Patrimonio económico	\$ 3,831,383,400	\$ 3,160,891,305	\$ 3,933,553,624	\$ 3,601,500,396	\$ 3,614,271,674

* Al 30 de septiembre de 2018

Fuente: Elaboración propia. Data (Memoria Anual Enel Distribución Perú S.A.A, 2017)

Tanto la Deuda Financiera, el Patrimonio Económico y la Estructura de Capital Objetivo se han mantenido estables a través del tiempo, principalmente entre el 2016 y el 2018, considerando como última fecha el 30 de septiembre de 2018.

c) Estructura Objetivo de Enel Distribución Perú.

Consiste en una relación entre el activo, pasivo y patrimonio que se cree será conservada en el

tiempo, debido al funcionamiento estable de la empresa.

La estructura se detalla en la siguiente tabla:

Tabla 10. Estructura Capital Objetivo Enel Distribución Perú.

Estructura de Capital	2014	2015	2016	2017	2018*	Promedio
Deuda / Activos	0.25	0.29	0.27	0.28	0.29	0.27
Patrimonio / Activos	0.75	0.71	0.73	0.72	0.71	0.73
Deuda / Patrimonio	0.33	0.40	0.37	0.39	0.40	0.38

* Al 30 de septiembre de 2018

Fuente: Elaboración propia. Data (Estado Financiero Enel distribución Perú, 3Q2018)

2.2.5 Estimación de Costo Patrimonial y Costo de Capital de Enel Distribución Perú.

a) Tasas relevantes para la estimación

- Tasa Libre de Riesgo: Tasa del Bono Soberano de Perú a 10 años en Soles, al cierre de Septiembre 2018, que equivale a 5,5%. La cual se usará como tasa libre de riesgo para la valorización (Bloomberg, 2018).
- Tasa de impuesto:
 - Se calculará la tasa promedio de los últimos 3 años (mismo periodo utilizado para el cálculo del beta de la acción), equivalente a 32,1%, que está estipulada en el Estado de Resultados de Enel Distribución Perú.
 - La tasa de impuesto de largo plazo de Perú corresponde a 30% (KPMG, 2019)
- Premio por Riesgo: El premio por riesgo de mercado, corresponde a 6,85%, cifra publicada por Damodaran a Junio 2018.

b) Costo de la Deuda

El Bono más largo de Enel Distribución Perú S.A.A. tiene vencimiento al año 2038, con tasas de 7,28% a su fecha de emisión, sin embargo, no existen transacciones posterior a su colocación y por ende se utiliza un instrumento con mayor liquidez y alta representatividad de la deuda de la compañía que equivale a un bono con vencimiento en 2025 y cuya tasa de mercado es 5,85% a septiembre 2018 (Bloomberg, 2018):

$$k_b = 5,85\%$$

c) Beta de la Deuda

Utilizando CAPM (Capital Asset Pricing Model), modelo que permite estimar la sensibilidad de la deuda, el beta, determinada por el mercado considerando riesgo sistémico y el no diversificable (Almenara, 2017). Con la tasa de costo de la deuda, la tasa libre de riesgo y el premio por riesgo, se calcula el beta de la deuda de la empresa.

$$k_b = r_f + (r_m - r_f)\beta_d$$

$$5,85\% = 5,50\% + (6,85\% * \beta_d)$$

$$\beta_d = 0,05$$

d) Beta de la Acción

El beta de la acción o beta patrimonial con deuda, se calculó utilizando una regresión lineal de los años 2016, 2017 y 2018 (a septiembre) con los valores de mercado del retorno de la acción de Enel Distribución Perú S.A.A. y los retornos del Índice de la Bolsa de Valores de Lima.

Tabla 11. Cálculo Beta de la Acción

	2016	2017	2018
Beta de la Acción (β_p^{CD})	0.809	0.549	0.667
p-value (significancia)	0,00000048	0,0850935	0,00000766
Presencia Bursátil (%)	76.28%	67.19%	70.92%

Fuente: Elaboración propia. Data de Bolsa de Lima (Bolsa de Lima, 2018)

Dado que Perú, país donde transa la acción, es un mercado pequeño, poco líquido y concentrado hacia la industria de la minería y la industria financiera (ESAN, 2017), el hecho que los p-value representativos al 10% se considerará criterio suficiente para estimar el beta de la acción en la valorización. Por tanto:

$$\beta_{acción} = (\beta_p^{CD}) = 0,67$$

Sin embargo, dada la baja presencia bursátil, se tendrá en cuenta la necesidad de agregar un premio por liquidez.

e) Beta Patrimonial sin deuda

Para el cálculo de Beta sin deuda debemos tener en cuenta de que la empresa es riesgosa ($k_b > r_f$) y por tanto se usará la fórmula de Rubenstein.

Además es importante considerar, que se utilizará para despalancar, la estructura de la empresa

que presenta a Septiembre 2018 y la tasa de impuesto al mismo periodo.

$$\begin{aligned}\beta_P^{CD} &= \beta_P^{SD} * [1 + (1 - Tc) * B/P] - \beta_d * (1 - Tc) * B/P \\ 0,67 &= \beta_P^{SD} * (1 + (1 - 32.1\%) * 40\%) - 0,05 * (1 - 32.1\%) * 40\% \\ \beta_P^{SD} &= 0.45\end{aligned}$$

f) Beta Patrimonial con deuda

Entonces, reemplazando el β_P^{SD} calculado en el punto anterior y con la estructura objetivo de la empresa y el impuesto de largo plazo de Perú, se puede apalancar el β_P^{CD}

$$\begin{aligned}\beta_P^{CD} &= \beta_P^{SD} * [1 + (1 - Tc) * B/P] - \beta_d * (1 - Tc) * B/P \\ \beta_P^{CD} &= 0,45 * [1 + (1 - 30\%) * 38\%] - 0,05 * (1 - 30\%) * 38\% \\ \beta_P^{CD} &= 0.57\end{aligned}$$

g) Costo Patrimonial

Luego usando CAMP se puede calcular el costo patrimonial.

Dado que el mercado es ilíquido y la acción presenta poca presencia bursátil, le agregaremos un premio por liquidez, que en este caso equivale a 1%

$$\begin{aligned}k_p &= r_f + (E(r_m) - r_f)\beta_P^{C/D} + PpL \\ k_p &= 5,5\% + 6.85\% * 0,57 + 1.0\% \\ k_p &= 0,104 = 10,4\%\end{aligned}$$

h) Costo de Capital

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (Guerrero, 2014), encontramos la tasa de descuento para los flujos de Enel Distribución Perú S.A.A., con la que se calculará el valor presente de la empresa.

$$WACC = k_0 = k_p * \frac{P}{V} + k_b * (1 - t_c) * \left(\frac{B}{V}\right)$$
$$WACC = k_0 = 10,4\% * 73\% + 5,85\% * (1 - 30\%) * 27\%$$
$$WACC = k_0 = 8,70\%$$

2.2.6 Valoración por Múltiplos

La valorización por múltiplo requiere la utilización de información de mercado, que dará a Enel Distribución Perú, un valor consistente con la industria.

Se eligieron como comparables a cuatro empresas del sector de distribución eléctrica que se encuentran en Perú y en otros países de la región Latinoamericana, que son consistentes en el tamaño y en donde la mayor parte de sus ingresos proviene del negocio de distribución de energía eléctrica. Las empresas utilizadas como comparables para el análisis de múltiplos son: Luz del Sur de Perú S.A., Interconexión Eléctrica S.A de Colombia, Enel Chile Distribución S.A. y Electro Sao Paulo de Brasil.

Los múltiplos obtenidos para cada una de las empresas comparables, a septiembre 2018, se pueden observar en las siguientes tablas:

Tabla 12. Múltiplos Enel Distribución Chile

		(miles)	2017	2018*
Enel Distribución Chile	Outstanding shares		1,150,742	1,150,742
	Price per share (eop)	\$	1,200	\$ 1,418
	Earnings	\$	85,772,827	\$ 82,377,475
	Sales	\$	999,990,628	\$ 929,526,705
	Amortización y depreciación	\$	26,692,410	\$ 27,541,922
	EBITDA	\$	134,727,050	\$ 135,128,559
	EBIT	\$	108,034,640	\$ 107,586,637
	Book Equity	\$	684,353,095	\$ 765,406,330
	Market cap	\$	1,380,890,592	\$ 1,631,752,383
	Cash and Equivalents	\$	42,594,389	\$ 3,004,774
	Debt	\$	14	\$ 3
	Enterprise Value	\$	1,338,296,217	\$ 1,628,747,612
Múltiplos de ganancia	P/E		16.1X	19.8X
	EV / EBITDA		9.9X	12.1X
	EV / EBIT		12.4X	15.1X
Múltiplos de valor libro	P/BEV		2.0X	2.1X
	EV/BV		2.0X	2.1X
Múltiplos de ingreso	P/Sales		1.4X	1.8X
	EV/Sales		1.3X	1.8X

Tabla 13. Múltiplos Luz del Sur

		(miles)	2017	2018*
Luz del Sur	Outstanding shares		486,951	486,951
	Price per share (eop)		10.95	11.63
	Earnings		480,795	521,013
	Sales		2,265,709	2,347,325
	Amortización y depreciación	\$	96,900	\$ 96,900
	EBITDA		635,827	677,473
	EBIT		538,927	580,573
	Book Equity		2,571,595	2,685,465
	Market cap		5,332,118	5,663,244
	Cash and Equivalents		40,890	70,553
	Debt		1,872,061	1,991,062
Enterprise Value	\$	7,163,289	\$ 7,583,753	
Múltiplos de ganancia	P/E		11.1X	10.9X
	EV / EBITDA		11.3X	11.2X
	EV / EBIT		13.3X	13.1X
Múltiplos de valor libro	P/BEV		2.1X	2.1X
	EV/BV		2.8X	2.8X
Múltiplos de ingreso	P/Sales		2.4X	2.4X
	EV/Sales		3.2X	3.2X

Tabla 14. Múltiplos ISA.

		(Millones)	2017	2018*
ISA	Outstanding shares		1,107.68	1,107.68
	Price per share (eop)	\$	12,759	11,802
	Earnings	\$	821,229	\$ 942,858
	Sales	\$	4,928,120	\$ 5,104,439
	Amortización y depreciación			
	EBITDA	\$	2,959,292	\$ 3,409,323
	EBIT	\$	3,348,124	\$ 3,076,874
	Book Equity	\$	10,957,037	\$ 10,436,801
	Market cap	\$	14,132,995	\$ 13,073,346
	Cash and Equivalents	\$	1,541,551	\$ 1,801,289
	Debt	\$	16,016,131	\$ 16,435,988
	Enterprise Value	\$	28,607,575	\$ 27,708,045
Múltiplos de ganancia	P/E		17.2X	13.9X
	EV / EBITDA		9.7X	8.1X
	EV / EBIT		8.5X	9.0X
Múltiplos de valor libro	P/BEV		1.3X	1.3X
	EV/BV		2.6X	2.7X
Múltiplos de ingreso	P/Sales		2.9X	2.6X
	EV/Sales		5.8X	5.4X

Tabla 15. Múltiplos Electro Paulo

		(Millones)	
		2017	2018*
Eletropaulo	Outstanding shares	200,515.00	200,515.00
	Price per share (eop)		
	Earnings	\$ 98,899	\$ (158,260)
	Sales	\$ 9,560	\$ 11,041
	Amortización y depreciación		
	EBITDA	\$ 1,128	\$ 882
	EBIT	\$ 740,287	\$ 468,725
	Book Equity	\$ 1,751	\$ 3,091
	Market cap	\$ -	\$ -
	Cash and Equivalents		
	Debt	\$ 3,644	\$ 4,252
	Enterprise Value	\$ 5,395	\$ 7,343

Múltiplos de ganancia	P/E		
	EV / EBITDA	4.8X	8.3X
	EV / EBIT		
Múltiplos de valor libro	P/BEV		
	EV/BV	3.1X	2.4X
Múltiplos de ingreso	P/Sales		
	EV/Sales	0.6X	0.7X

Los múltiplos de la Industria se construyeron separados por: Ganancias, Valor Libro e Ingresos, obteniendo un promedio de la industria:

Tabla 16. Múltiplos de la Industria

Tipo de Múltiplo	Múltiplo	2017	2018	Promedio
Múltiplos de ganancias	P/E	14.8X	14.8X	14.8X
	EV / EBITDA	8.9X	9.9X	9.4X
	EV/ EBIT	11.4X	12.4X	11.9X
Múltiplos de Valor Libro	PBV	1.8X	1.8X	1.8X
	VB	2.6X	2.5X	2.6X
Múltiplos de ingresos	P/Sales	2.2X	2.2X	2.2X
	EV/Sales	2.7X	2.8X	2.7X

Fuente: Elaboración Propia

Entonces, se separaron los datos para Enel Distribución Perú

Tabla 17. Múltiplos Enel Distribuidora de Perú.

Item Contable	2018 (a Septiembre)
Ventas	3,199,979
EBITDA	793,032
EBIT	622,323
Utilidad	358,930
Shares Outstanding	638,563,900
EPS	0.56
Book value	2,009,256
Cash and Equivalents	135,975
Debt	1,505,930
Enterprise Value	3,379,211
Ventas por acción	5.01

Fuente: Elaboración Propia

Luego, utilizando los múltiplos de las empresas comparables antes mencionadas, se puede derivar un precio de la acción de Enel Distribución Perú en base a los múltiplos de sus comparables. Los valores obtenidos se presentan a continuación:

Tabla 18. Precio acción Enel Distribuidora S.A en base a múltiplos

Múltiplos	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio
P/E	5,320,707	3,678,802	8.33
EV / EBITDA	7,469,309	5,963,379	9.34
EV/ EBIT	5,861,458	4,355,527	6.82
PBV	3,641,601	1,999,695	5.70
EV/VB	5,127,493	3,621,563	5.67
P/Sales	7,110,036	8,615,967	13.49
EV/Sales	8,778,162	7,272,232	11.39

Fuente: Elaboración Propia

Entre todos los múltiplos calculados, se ha decidido utilizar los siguientes múltiplos para el cálculo del precio de la acción de Enel Distribución Perú:

- Múltiplo de ganancia: se usó el precio de la acción sobre el patrimonio, y el valor de la empresa sobre las ganancias después de impuestos e intereses, es decir sobre la ganancia operacional. También se utiliza el valor de la empresa sobre las ganancias después de impuestos, intereses, depreciación y amortización.
- Múltiplos del Valor Libro de la empresa, el precio del valor libro relacionado al precio de la acción y el valor libro de la empresa.

Entre los ratios seleccionados, se construye un promedio simple, en base al cual, se obtiene un precio objetivo de la acción de Enel Distribución Perú de \$7.05 soles por acción. Este precio obtenido, representa un incremento de un 24.5% sobre el precio de la acción al cierre de septiembre 2018, equivalente a \$5.66 soles por acción.

La razón por la cual los múltiplos de Ventas, no fueron tomados para la valorización, es porque los resultados que estos generan son muy dispares, hecho que obedecería en parte a un mercado que goza de altos grados de regulación y con diferencias regulatorias entre diferentes países.

La valorización por múltiplos requiere de mercados eficientes, donde las empresas representan en promedio la tendencia del mercado y por tanto, para cualquier organización que entre en la industria, con el tiempo, llegará a un punto de convergencia para la industria. Sin embargo Enel Distribución Perú, es un monopolio natural que tiene “competencia limitada” o en estricto rigor inexistente. Esto es debido a que para el proceso de distribuir energía eléctrica se requieren altas inversiones en redes de transmisión y terminales de conexión, lo cual sólo es posible rentabilizar con una demanda captiva y precios que garanticen cierto nivel de rentabilidad para los accionistas de este negocio. De esta forma, la regulación del Estado, y las altas barreras de entrada se alejan de los supuestos de mercados eficientes que priman en la lógica económica.

Por lo anterior, este tipo de valorización no es la mejor manera de valorar este tipo de empresas, y por ende, los resultados obtenidos deben ser tomados con cautela y considerando todas las características especiales que definen la industria de distribución eléctrica.

2.2.7 Conclusiones

Enel Distribución Perú es una empresa de distribución eléctrica que funciona como un monopolio natural, donde se tiene competencia limitada. Del total de energía distribuida en la ciudad de Lima, Enel distribución Perú es responsable del 57% de la energía distribuida en la ciudad.

Al calcular la tasa de descuento con el modelo de Capital Promedio Ponderado, se asume que la empresa está en mercados perfectamente competitivos y eficientes, donde los precios son conocidos y se pueden deducir los costos, a su vez, se presume que los mercados son lo suficientemente líquidos para que mediante “Price-discovery” los inversionistas sean capaces de revelar sus preferencias sobre los activos. Dado lo anterior, es posible que para el cálculo de una tasa de descuento más precisa sea necesario utilizar ajustes que premien esos riesgos adquiridos por inversionistas.

Al realizar la valorización por múltiplos, nos encontramos con que hay ratios que presentan una alta dispersión en la muestra utilizada. Lo anterior, puede ser producto a los riesgos diferentes entre países, las diferentes normativas y regulación de tarifas y tamaños de mercado, el desajuste en la obtención del insumo principal, electricidad y el cómo lo obtiene cada país, entre otros factores.

La Valorización por Múltiplos es una metodología que requiere de mercados eficientes que entreguen información de mercado que marque la tendencia promedio de una industria. En el caso de Enel Distribución Perú S.A. por su condición de monopolio natural y las diferentes características mencionadas en el mercado eléctrico hacen tomar los resultados obtenidos con cierto nivel de cautela.

La valoración a través del método de múltiplos no rescata la capacidad de la empresa de generar flujos futuros, ni apela a sus proyectos de forma individual, ni al posicionamiento ni a la proyección de sus estados financieros, lo que conlleva a una distorsión en el rango de precios estimados con distintos múltiplos. Sin embargo, la metodología tiende a ser bastante precisa y atractiva para la toma de decisiones en periodos de tiempos acotados, pues se realiza en base a información pública y representa horizontes de tiempo específicos de la industria.

2.3 Anexos

2.3.1 Bibliografía

Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería. (2017). *La industria de la Electricidad en el Perú, 25 años de aportes al crecimiento económico del país*. Lima: Osinergmin.

Acevedo, S. P. (20 de 02 de 2017). *Rankia*. Obtenido de <https://www.rankia.cl/blog/teoria-value-investing-aplicada/3481415-poder-multiplos-valoracion-sencilla-rapida>

Almenara, C. (12 de Febrero de 2017). *Economipedia*. Obtenido de <https://economipedia.com/definiciones/modelo-valoracion-activos-financieros-capm.html>

Bloomberg. (Septiembre de 2018).

Bolsa de Lima. (30 de Septiembre de 2018). *Bolsa de Valores de Lima S.A*. Obtenido de https://www.bvl.com.pe/jsp/Inf_EstadisticaGrafica.jsp?Cod_Empresa=70101&Nemonic o=ENDISPC1&Listado=|ENDISPC1

COES. (2019). *COES*. Obtenido de <http://www.coes.org.pe/Portal/Organizacion/QuienesSomos>

ENEL Chile . (2019). *Enel Chile Distribución*. Obtenido de <https://www.enel.cl/es/inversionistas.html>

Enel Perú. (2019). *Enel Perú*. Obtenido de <https://www.enel.pe/>

ENEL Sao Paulo. (2019). Obtenido de <https://portalhome.eneldistribuicao.com.br/#/landing-page>

ESAN. (2017). Obtenido de <https://www.esan.edu.pe/apuntes-empresariales/2017/05/tres-caracteristicas-claves-del-mercado-de-valores-en-peru/>

Estado Financiero Enel distribución Perú. (3Q2018). *Reporte Estado Financiero*. Lima: Enel Perú.

Guerrero, M. (Septiembre de 2014). *El Costo Promedio Ponderado de Capital WACC su importancia y aplicación en los países en desarrollo*. Obtenido de ReaserchGate: https://www.researchgate.net/publication/283489318_El_Costo_Promedio_Ponderado_de_Capital_WACC_su_importancia_y_aplicacion_en_los_paises_en_desarrollo

ISA. (2019). *ISA Conexiones que inspiran*. Obtenido de <http://www.isa.co/es/relacion-con->

inversionistas/Paginas/default.aspx

KPMG. (Diciembre de 2018). *KPMG International Cooperative*. Obtenido de <https://home.kpmg/pe/es/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online.html>

KPMG. (2019).

Luz del Sur. (2019). *Luz del Sur Perú*. Obtenido de <https://www.luzdelsur.com.pe/accionistas>

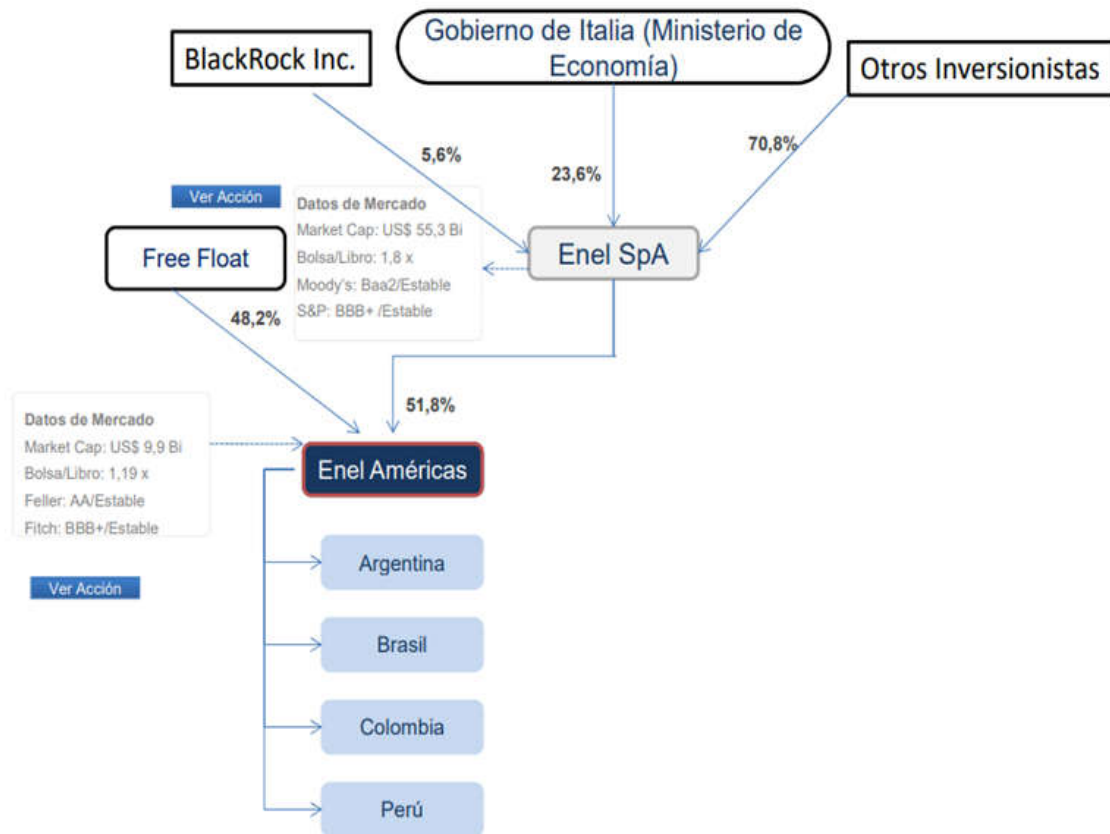
Memoria Anual Enel Distribución Perú S.A.A. (2017). *Memoria Anual*. Perú. Obtenido de www.eneldistribucion.pe

Minem. (2019). *Ministerio de Energía y Minas*. Obtenido de http://www.minem.gob.pe/_detalle.php?idSector=6&idTitular=119&idMenu=sub113&idCateg=119

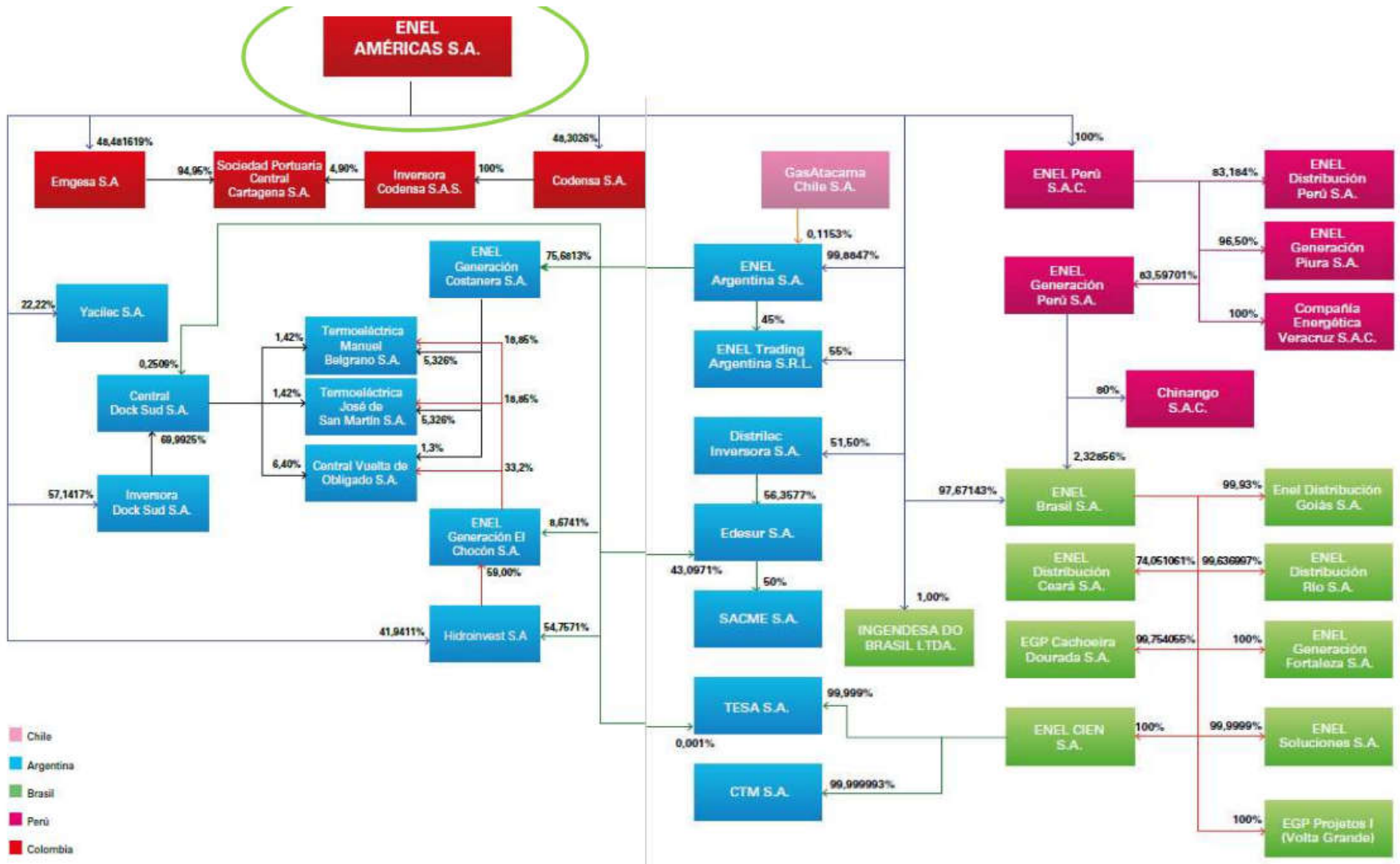
OSINERGMIN. (2005). *OSINERGMIN artículo 14*. Obtenido de http://www.osinergmin.gob.pe/seccion/centro_documental/PlantillaMarcoLegalBusqueda/Ley%20N%C2%B0%2028832%20-%20LASE.pdf

2.3.2 Información Extra

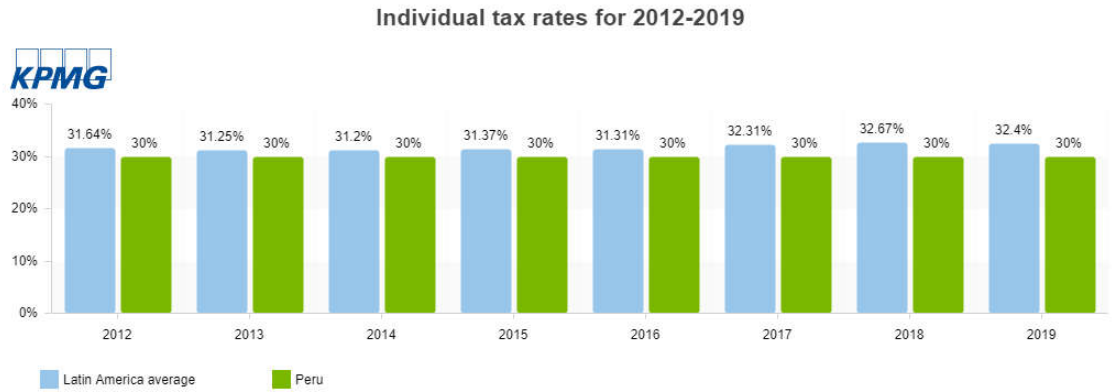
a) Estructura Societaria ENEL Distribución Perú



b) Estructura Societaria ENEL Distribución Perú-LATAM



c) Impuestos promedios individual en Perú



d) Impuestos promedios corporativo en Perú

