



VALORACIÓN DE LA EMPRESA

“ENEL CHILE S.A.”

MEDIANTE MÉTODO DE MÚLTIPLOS

PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno:

Paulo Eduardo Fernández Pulido

Profesor Guía:

Francisco Antonio Marcet Orellana

Santiago de Chile, Marzo 2021

ÍNDICE DE CONTENIDOS

DEDICATORIA	4
RESUMEN EJECUTIVO	5
1. METODOLOGÍA	6
1.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	6
1.2 MÉTODO DE MÚLTIPLOS	6
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	9
2.1 DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA	9
2.2 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y SU HISTORIA	12
2.2.1 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.....	12
2.2.2 RESEÑA HISTÓRICA.....	16
2.3 REGULACIÓN Y FISCALIZACIÓN	17
2.4 PRINCIPALES ACCIONISTAS	20
2.5 IDENTIFICACIÓN DE EMPRESAS COMPARABLES.....	20
3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA	22
3.1 ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	22
3.2 ESTADO DE RESULTADOS	24
3.3 ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	26
3.4 RATIOS FINANCIEROS.....	28
4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	31
4.1 DEUDA FINANCIERA.....	31
4.2 BONOS	33
4.3 PATRIMONIO ECONÓMICO.....	35
4.4 VALOR ECONÓMICO DE LA EMPRESA	35
4.5 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.....	35
5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	37
5.1 COSTO DE LA DEUDA.....	37
5.2 BETA DE LA DEUDA.....	38
5.3 ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL.....	38
5.4 BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA.....	39
5.5 BETA PATRIMONIAL CON ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO	40
5.6 COSTO PATRIMONIAL.....	40
5.7 COSTO DE CAPITAL	41
6. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	42
6.1 ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS COMPARABLES	42
6.2 MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA	42
6.3 VALOR DE LA EMPRESA EN BASE A LOS MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA	44
6.4 ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS DEL MÉTODO DE VALORACIÓN DE MÚLTIPLOS	46
7. CONCLUSIONES	48

ANEXOS	49
ANEXO 1: CAPACIDAD DE GENERACIÓN Y TRANSMISIÓN DE LA INDUSTRIA	49
ANEXO 2: PROYECCIÓN ESTIMADA DE CONSUMO (GWH)	50
ANEXO 3: TABLA CONTRIBUCIÓN DE INGRESOS Y EBITDA POR PAÍS O ZONA	50
ANEXO 4: MALLA DE PARTICIPACIÓN ENEL CHILE	51
ANEXO 5: DETALLE DE NEGOCIOS DE ENEL X	52
ANEXO 6: DETALLE DE CONFORMACIÓN Y ACCIONES DEL DIRECTORIO	53
ANEXO 7: DETALLE DE REGULACIÓN POR SEGMENTO	55
ANEXO 8: DETALLE DE EMPRESAS COMPARABLES	60
ANEXO 9: DETALLE BALANCE CONSOLIDADO EN MUF Y PORCENTUAL	63
ANEXO 10: ESTADO DE RESULTADOS (MUF)	65
ANEXO 11: ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (MUF)	67
ANEXO 12: DETALLE DE LAS REGRESIONES PARA CÁLCULO DE BETA PATRIMONIAL	68

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 2-1 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.....	13
TABLA 2-2 CONTRIBUCIÓN POR NEGOCIO	15
TABLA 2-3 PARTICIPACIÓN DE LOS ACCIONISTAS	20
TABLA 2-4 RESUMEN DE EMPRESAS COMPARABLES	21
TABLA 3-1 RESUMEN DE BALANCE CONSOLIDADO EN MUF	22
TABLA 3-2 RESUMEN DE BALANCE CONSOLIDADO PORCENTUAL	22
TABLA 3-3 RESUMEN DE ESTADO DE RESULTADOS (MUF)	24
TABLA 3-4 RESUMEN DE ESTADO DE RESULTADOS PORCENTUAL.....	24
TABLA 3-5 RESUMEN DE ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO (MUF)	26
TABLA 3-6 RATIOS FINANCIEROS.....	28
TABLA 4-1 DEUDA FINANCIERA	31
TABLA 4-2 DETALLE DE DEUDA FINANCIERA	32
TABLA 4-3 BONOS	34
TABLA 4-4 CÁLCULO PATRIMONIO ECONÓMICO.....	35
TABLA 4-5 CÁLCULO VALOR ECONÓMICO	35
TABLA 4-6 ESTRUCTURA DE CAPITAL HISTÓRICA	36
TABLA 4-7 ESTRUCTURA CAPITAL OBJETIVO.....	36
TABLA 5-1 INFORMACIÓN DE BONO MÁS RELEVANTE	37
TABLA 5-2 RESUMEN RESULTADO DE REGRESIONES	39
TABLA 6-1 MÚLTIPLOS POR EMPRESA COMPARABLE	43
TABLA 6-2 MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA	44
TABLA 6-3 PONDERADO DE MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA.....	44
TABLA 6-4 INDICADORES FINANCIEROS Y VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	45
TABLA 6-5 COMPARACIÓN RESULTADO VALORACIÓN CON PRECIO DE MERCADO.....	45

DEDICATORIA

Dedicado mis profesores de colegio de Los Sagrados Corazones Padres Franceses Alameda, que me entregaron una gran base de hábito de estudio, a mis compañeros en las carreras de pregrado y magíster y especialmente a mis padres, que me acompañaron incondicionalmente siempre con su apoyo en los estudios de educación básica, media y pregrado universitario.

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo del presente documento es entregar un estudio de valorización al 30 de Junio de 2020 de la empresa Enel Chile S.A., filial de la multinacional italiana Enel SpA., segunda generadora y distribuidora de energía eléctrica y gas a nivel mundial.

Enel en Chile tiene una participación del 29% de los ingresos del mercado considerando la suma de los que provienen de generación, que representan un 44% y distribución (junto a otros menores) con un 56%, lo que la convierte en la empresa del sector más grande del país, seguida por CGE y AES Gener. Enel cotiza en la bolsa chilena y es parte del índice de precio selectivo de acciones de Santiago IPSA.

Luego de la descripción de la metodología, de la empresa y de la industria del sector, como parte del estudio se analizaron los estados financieros y estructura de capital entre el 2016, año en que ingresó Enel a Chile y junio del 2020, con lo cual se determinó su tasa de costo de capital.

Para la valorización se utilizó el método de múltiplos, el que arrojó un resultado de **precio por acción de \$60.42**, con una subvaloración respecto al valor de mercado del 1.59% y un resultado de **valor de la compañía de 218.023 MUF** a la fecha indicada, diferencia que estimo se produce debido a la tendencia de volatilidad y caída general de precio de los títulos del mercado chileno provocada por la crisis social de fines del 2019 y por el efecto de la pandemia Covid-19 iniciado a principios del 2020.

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 flujo de fondos.¹ 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 de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de análisis utilizan distintos supuestos. Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables². Nos concentraremos en adelante en el método de múltiplos.

1.2 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. 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

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maqueira, Carlos. "Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica". Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010.

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. Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:³

a) Múltiplos de ganancias

- Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)
- Valor / EBIT
- Valor / EBITDA
- Valor / Flujo de caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado. Si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas. Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

b) Múltiplos de valor libro

³ Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.12

- Precio acción / valor libro de la acción (PV)
- Valor de mercado / Valor libro de activos
- Valor de mercado / Costo de reemplazo (Tobin's Q)

c) Múltiplos de ventas

- Precio de la acción / Ventas por acción (PV)
- Value / Sales

d) Múltiplo de variables de industria específica

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m^2 construido en retail

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1 Descripción de la industria

En la industria eléctrica se distinguen fundamentalmente tres actividades: **Generación, Transmisión y Distribución**. Además de estas tres actividades, algunas empresas del sector también abordan el mercado de consumo masivo con productos eléctricos como por ejemplo venta e instalación de aire acondicionado, el de las telecomunicaciones con tendidos de fibra óptica tanto en la etapa de transmisión como en la de distribución y ofertas en el mundo de las tecnologías de la información, como datacenters. Desde un punto de vista físico, el sector eléctrico chileno está dividido en tres sistemas eléctricos principales: **Sistema Eléctrico Nacional (SEN)** y dos sistemas medianos aislados: Aysén y Magallanes. El SEN se conformó por la interconexión del **Sistema Interconectado Central (SIC)** y del **Sistema Interconectado del Norte Grande (SING)**, en noviembre de 2017. Hasta la interconexión, el SIC constituía el principal sistema del país, que se extendía longitudinalmente por 2.400 km uniendo Taltal por el norte, con Quellón en la Isla de Chiloé, por el sur. Por su parte, el SING cubría la zona norte del país, desde Arica hasta Coloso, abarcando una longitud de unos 700 km.⁴ El sector eléctrico en Chile se basa principalmente en la generación de energía térmica, hidroeléctrica y solar fotovoltaica. Tras los cortes del suministro de gas natural proveniente de Argentina, en 2007 Chile comenzó la construcción de su primera planta de gas natural licuado y planta de regasificación en Quintero para asegurar el suministro de sus plantas generadoras a gas. Además, se inició la construcción de nuevas centrales hidroeléctricas y a carbón. Asimismo, desde la creación del Ministerio de Energía en 2010, las políticas gubernamentales han ido enfocadas en la

⁴ Memoria Enel Chile 2019

diversificación de la matriz energética, con un fuerte crecimiento exponencial en la generación de energías renovables en Chile, las que han convertido al país sudamericano en uno de los líderes mundiales en el uso de esta energía dentro del rubro eléctrico.⁵

Capacidad instalada de generación:

La capacidad instalada de generación eléctrica bruta al año 2019 asciende a 25.406 MW. De éstos, 25.212 MW (99,2%) corresponden al SEN. El restante 0,8% se reparte entre los Sistemas Eléctricos Medianos. En el anexo 1 podemos ver su evolución.

Capacidad instalada de transmisión:

La capacidad instalada de transmisión para el Sistema Eléctrico Nacional corresponde a un total de 1.977 instalaciones, los que suman 35.303 km, registrados al 31 de marzo de 2020. Estos kilómetros de línea consideran líneas de transmisión nacional, zonal y dedicada. Ver en anexo 1 la capacidad de transmisión por nivel de tensión.

Proyección de demanda:

El proceso de proyección de demanda se calcula en forma anual por parte de la CNE, y en él se considera tanto a clientes regulados como a clientes libres. La previsión de demanda de los clientes regulados se desarrolla en el marco de los procesos de licitación de suministro para dichos clientes y se encuentra contenida en el Informe de Licitaciones señalado en el artículo 131 de la Ley General de Servicios Eléctricos, cuyos resultados son recogidos posteriormente en el Informe de Previsión de Demanda. Por su parte, la previsión de clientes libres se realiza en el Informe de Previsión de Demanda, de manera que este comprende la previsión de ambos clientes. Los resultados son utilizados en los

⁵ Montes, Carlos. «Cómo Chile se convirtió en líder mundial en el uso de energía sustentable». [Qué pasa](#) (Latercera.com). Consultado el 11 de mayo de 2019.

distintos procesos realizados por la CNE, como la determinación de precios de nudo, fijación de cargos, procesos licitatorios, entre otros. Ver anexo 2, proyección de demanda.

Empresas de la industria:

En el mercado eléctrico chileno participan tres tipos de actores: **las empresas de generación, las de transmisión y las de distribución**. Estas son empresas de capitales privados que actúan dentro del marco regulatorio establecido por la autoridad, quien impulsa las políticas energéticas, regula el sector y fiscaliza el cumplimiento de las normas. La ley limita la participación de empresas de los segmentos generación y distribución en la transmisión.⁶ El segmento de la generación está dominado por cuatro empresas: **Enel Generación**, filial de Enel Chile, **Colbún**, **AES Gener y Engie**, quienes concentran un alto porcentaje de la capacidad instalada en Chile. Sin embargo, a partir de la promulgación de la Ley Corta II en 2005, se incentivaron las inversiones en generación mediante la introducción de las licitaciones de suministro de energía por parte de empresas distribuidoras, lo que ha alentado la entrada de varios nuevos actores a este segmento en los últimos años. El negocio de la transmisión está ampliamente dominado por la empresa **Transelec**. Sin embargo, la transmisión funciona en régimen de acceso abierto, lo que significa que nuevos actores pueden participar de la expansión del sistema y acceder a las instalaciones existentes. En distribución destacan dos grandes actores. **Enel Distribución**, también filial de Enel Chile, concentra el mercado de la Región Metropolitana de Santiago, mientras **CGE Distribución** y sus filiales tienen amplia presencia a lo largo de Chile. **Chilquinta** y el **Grupo SAESA** también tienen

⁶ DFL-4, artículo 7

participaciones relevantes. El resto del mercado se reparte entre una serie de actores menores.⁷

2.2 Descripción de la empresa y su historia

2.2.1 Descripción de la empresa

Enel es una empresa multinacional de energía y uno de los principales operadores integrados globales en los sectores de la energía eléctrica y el gas, presente en 32 países en los 5 continentes, generando energía a través de una capacidad instalada de más de 88 GW. Con 70 millones de consumidores finales en todo el mundo, tiene la mayor base de clientes en Europa y es una de las principales empresas eléctricas del continente en cuanto a capacidad instalada y a EBITDA declarado, compuesta aproximadamente por 68.000 personas.⁸ Ver anexo 3, detalle por país. Enel Américas S.A., filial de Enel SpA, contempla bajo esta las operaciones en Latinoamérica, la que considera los países de Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Perú y otros en la región. La Sociedad tiene como objeto realizar la **exploración, desarrollo, operación, generación, distribución, transmisión, transformación y/o venta de energía en Chile**, en cualquiera de sus formas o naturaleza, directamente o por intermedio de otras empresas, como asimismo, las actividades de investigación, desarrollo, operación, comercialización, compra, venta, importación y mantenimiento de cualquier tipo de bienes relacionados con las tecnologías de la información y de las telecomunicaciones, tales como software, hardware, licencias, desarrollos informáticos y, en general, de cualquier tipo de bienes relacionados con las actividades anteriores; y asesorías en

⁷ <http://www.centralenergia.cl/actores/>

⁸ <https://www.enel.cl/es/conoce-enel/grupo-enel.html>

todas las materias señaladas precedentemente. Tendrá también como objeto **invertir y administrar su inversión en sociedades filiales y coligadas**, que sean generadoras, transmisoras, distribuidoras o comercializadoras de energía eléctrica o cuyo giro corresponda a cualquiera de los 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.
- iv) Negocios de intermediación a través de Internet.

Tabla 2-1 Descripción de la empresa⁹

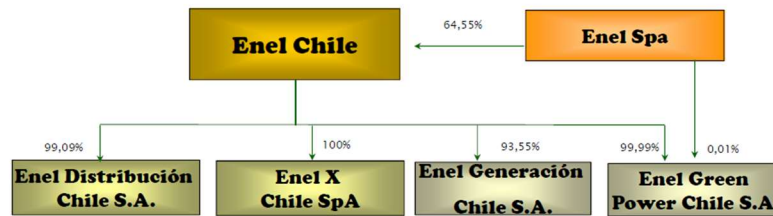
Nombre o razón social	Enel Chile S.A.
Domicilio	Santiago de Chile, pudiendo establecer agencias o sucursales en otros puntos del
Tipo de sociedad	Sociedad Anónima Abierta
Rut	76.536.353-5
Dirección	Santa Rosa Nº 76, Santiago, Chile
Código postal	833-0099 SANTIAGO
Teléfonos	(56) 22353 4400 - (56) 22378 4400
Casilla	1557, Santiago
Inscripción Registro de Valores	Nº 1139
Auditores externos	Ernst & Young
Capital suscrito y pagado (\$)	3.882.103.470.184
Sitio web	www.enel.cl ; www.enelchile.cl
Dirección web inversionistas	https://www.enel.cl/es/inversionistas/inversionistas-enel-chile.html
Correo electrónico	comunicacion.enelchile@enel.com
Teléfono Relación con Inversionistas	(56) 22353 4682
Nemotécnico en bolsas chilenas	ENELCHILE
Nemotécnico en Bolsa de Nueva York	ENIC
Banco custodio programa ADS's	Banco Santander Chile
Banco depositario programa ADS's	Citibank N.A.
Clasificadores de riesgo nacionales	Feller Rate y Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Limitada
Clasificadores de riesgo internacionales	Standard & Poor's y Moody's

⁹ Memoria Enel Chile 2019

Filiales en Chile:

En la siguiente ilustración se encuentra la malla de participación resumida, mientras que en el anexo 4 se encuentra en detalle la malla completa de participación de Enel Chile.

Ilustración 2-1 Malla de participación¹⁰



Las filiales que dependen de Enel Chile son:

- **Enel Generación Chile**

Enel Chile y sus filiales cuentan con un parque generador compuesto por 129 unidades distribuidas a lo largo del Sistema Eléctrico Nacional. La capacidad instalada bruta total de Enel Chile ascendió a 7.303 MW a diciembre de 2019, correspondiente en un 65% a energías renovables, incluyendo centrales hidráulicas, solares, eólicas y geotérmicas. La producción eléctrica neta consolidada alcanzó los 21.041 GWh, en tanto que las ventas de energía sumaron 23.513 GWh durante el año 2019.

- **Enel Distribución Chile**

Enel Chile participa en la distribución de energía eléctrica a través de su filial Enel Distribución Chile, en la cual posee directamente el 99,1% de la propiedad. El área de concesión de Enel Distribución Chile es una zona de alta densidad de consumo, en ella se concentra una proporción importante de la población del país y también alberga a una alta concentración de actividades empresariales, parques industriales, pequeña industria

¹⁰ Perímetro de consolidación Enel Chile Junio 2020

y comerciales. Enel Distribución Chile es la empresa de distribución de energía eléctrica más grande de Chile en términos de ventas de energía.

- **Enel Green Power Chile**

Enel Chile está presente en el sector de las energías renovables en el país a través de Enel Green Power, compañía que opera una cartera tecnológica que incluye energía hidroeléctrica, eólica, fotovoltaica y geotérmica. A lo largo del país opera un portafolio de 36 plantas que tienen una capacidad instalada combinada que supera los 4.730 MW, correspondientes al 45% de la capacidad renovable de Chile.

- **Enel X Chile**

Enel X se crea bajo la nueva estrategia de Enel denominada “Open Power”, buscando abrir la energía a nuevos usos, tecnologías, asociaciones y servicios, para más personas. Así, se consideran negocios que se agrupan en 4 ámbitos: e-City, e-Home, e-Industries y e-Mobility.

El detalle de cada uno se encuentra en el anexo 5.

Resumen financiero por tipo de negocio:

El siguiente es un cuadro resumen con la contribución de cada negocio, acotados a generación y distribución (en donde se incluye transmisión y retail).

Tabla 2-2 Contribución por negocio¹¹

Negocio	INGRESOS (%)
Generación	44%
Distribución + Transmisión + Retail	56%

Como podemos apreciar, en lo que respecta a ingresos totales la generación aporta un 44% y la distribución un 56% y la suma de estos la ubica como líder del mercado con un 29% de participación en el sector.

¹¹ Memorias Junio 2020 de Enel Chile

Directorio:

Enel Chile es administrada por un Directorio compuesto por siete miembros, los que permanecen por un período de tres años en sus funciones, pudiendo ser reelegidos. El Directorio fue elegido en Junta Ordinaria de Accionistas de fecha 25 de abril de 2018. Para detalle de su conformación ver el anexo 6.

2.2.2 Reseña histórica

Enel Chile S.A., antes denominada “Enersis Chile S.A.”, se creó producto de una reestructuración societaria que comenzó en abril de 2015 en la entonces Enersis S.A. que controlaba los negocios de generación, transmisión y distribución en Chile y otros cuatro países de la región (Argentina, Brasil, Colombia y Perú). Con fecha 18 diciembre de 2015, en Junta Extraordinaria de Accionistas de Enersis S.A. se aprobó la primera parte del plan de reestructuración, “La División”, escindiéndose Enersis S.A. y creándose Enersis Chile S.A. como vehículo único de control de los activos de generación y distribución que tiene el grupo en Chile. La entonces Enersis S.A. pasó a llamarse Enersis Américas S.A. (hoy Enel Américas S.A.) controlando los negocios en los otros países de la región. La División consta en escritura pública de 8 de enero de 2016, otorgada en la Notaría de Santiago de don Iván Torrealba Acevedo, cuyo extracto fue inscrito en el Registro de Comercio del Conservador de Bienes Raíces de Santiago, a fojas 4.288 N°2.570, correspondiente al año 2016 y publicado en el Diario Oficial con fecha 20 de enero de 2016. Posteriormente, con fecha 4 de octubre de 2016, los accionistas de Enersis Chile S.A., aprobaron el cambio de nombre y razón social de la compañía a “Enel Chile S.A.”, acuerdo que fue reducido a escritura pública de 18 de octubre de 2016, otorgada en la Notaría de Santiago de don Iván Torrealba Acevedo, cuyo extracto fue inscrito en el Registro de Comercio del Conservador de Bienes Raíces

de Santiago, a fojas 79.330 N°42.809, correspondiente al año 2016 y publicado en el Diario Oficial, con fecha 28 de octubre de 2016. El 20 de diciembre de 2017, los accionistas de la Sociedad aprobaron modificar sus estatutos, a fin de reflejar los acuerdos relativos a la fusión por incorporación de Enel Green Power Latin America S.A. en Enel Chile, su aumento de capital y demás acuerdos adoptados en dicha junta, sustituyendo para tales efectos los artículos referentes a su capital, objeto social con el fin de incorporar las actividades del área de tecnología de la información y comunicaciones, entre otras modificaciones, acordándose un texto refundido y actualizado de los estatutos sociales, sujeto a los términos y condiciones aprobados en la junta. El acta de la señalada junta fue reducida a escritura pública de fecha 28 de diciembre de 2017, otorgada en la Notaría de Santiago de don Iván Torrealba Acevedo, cuyo extracto fue inscrito en el Registro de Comercio del Conservador de Bienes Raíces de Santiago, a fojas 1154 N°629, correspondiente al año 2018 y publicado en el Diario Oficial, con fecha 5 de enero de 2018.

2.3 Regulación y fiscalización

El sector eléctrico chileno se encuentra regulado por la Ley General de Servicios Eléctricos N°20.018, contenida en el DFL N° 1 de 1982, del Ministerio de Minería, cuyo texto refundido y coordinado fue fijado por el DFL N° 4 de 2006 del Ministerio de Economía (“Ley Eléctrica”) y su correspondiente Reglamento, contenido en el D.S. N° 327 de 1998. La principal autoridad en materia energética es el **Ministerio de Energía**, que tiene la responsabilidad de proponer y conducir las políticas públicas en materia energética, fortaleciendo la coordinación y facilitando una mirada integral del sector. Nació el 1 de febrero de 2010 como organismo autónomo, luego de años de ser parte

del Ministerio de Minería. Bajo dependencia del Ministerio de Energía, se encuentra el organismo regulador del sector eléctrico (la **Comisión Nacional de Energía**) y el ente Fiscalizador (la **Superintendencia de Electricidad y Combustibles**). El Ministerio cuenta, además, con la **Comisión Chilena de Energía Nuclear** (CChEN) y con la **Agencia de Sostenibilidad Energética**. La Comisión Nacional de Energía (CNE) posee la autoridad para proponer tarifas reguladas, aprobar planes de expansión de la transmisión y elaborar planes indicativos para la construcción de nuevas unidades de generación. Por su parte, la Superintendencia de Electricidad y Combustibles (SEC) fiscaliza y vigila el cumplimiento de las leyes, reglamentos y normas técnicas para la generación, transmisión y distribución eléctrica, combustibles líquidos y gas. Adicionalmente, la legislación contempla un **Panel de Expertos**, conformado por profesionales expertos, cuya función primordial es pronunciarse sobre las discrepancias que se produzcan en relación con materias establecidas en la Ley Eléctrica y en la aplicación de otras leyes en materia energética, mediante dictámenes de efecto vinculante. La Ley establece un **Coordinador Eléctrico Nacional**, organismo independiente de derecho público, a cargo de la operación y coordinación del sistema eléctrico chileno cuyos objetivos principales son:

- i) Preservar seguridad del servicio,
- ii) garantizar operación económica de las instalaciones interconectadas del sistema eléctrico y
- iii) garantizar el acceso abierto a todos los sistemas de transmisión.

Entre sus principales actividades se destaca: coordinar el mercado eléctrico, autorizar conexiones, gestionar servicios complementarios, implementar sistemas de información pública, monitorear la competencia y la cadena de pagos, entre otros. Debido a sus

características esenciales, las actividades de **Transmisión y Distribución constituyen monopolios naturales**, razón por la cual son segmentos regulados como tales por la normativa eléctrica, exigiéndose el libre acceso a las redes y la definición de tarifas reguladas. En el mercado eléctrico se transan dos productos (Energía y Potencia) y se prestan diversos servicios. En particular, el Coordinador Eléctrico Nacional es el encargado de efectuar los balances, determinar las transferencias correspondientes entre generadores y calcular el costo marginal horario, precio al cual se valorizan las transferencias de energía. Por otra parte, la CNE determina los precios de la potencia. Los consumidores se clasifican de acuerdo al tamaño de su demanda en clientes regulados o libres. Son clientes regulados aquellos que tienen una capacidad conectada inferior a 5.000 kW. Sin perjuicio de ello, los clientes con potencia conectada entre 500 kW y 5.000 kW pueden optar por un régimen de tarifa libre o regulada. Respecto a los límites a la integración y concentración, en Chile existe una legislación de defensa de la libre competencia que, junto con la normativa específica aplicable en materia eléctrica, definen criterios para evitar determinados niveles de concentración económica y/o prácticas abusivas de mercado. En principio, se permite la participación de las empresas en diferentes actividades (generación, distribución, comercialización) en la medida que exista una separación adecuada de las mismas, tanto contable como societaria. No obstante, en el sector de transmisión es donde se suelen imponer las mayores restricciones, principalmente por su naturaleza y por la necesidad de garantizar el acceso adecuado a todos los agentes. La Ley Eléctrica define límites de participación para compañías generadoras o distribuidoras en el segmento de Transmisión Nacional, y prohíbe la participación de empresas de Transmisión Nacional en el segmento de generación y distribución. Detalle por segmento en el anexo 7.

2.4 Principales accionistas

El capital de la compañía se divide en 69.166.557.220 acciones, sin valor nominal, todas de una misma y única serie en que cada acción representa un derecho a voto, no existiendo acciones con derecho a veto por parte del Estado. Durante el proceso de reorganización, conocido como Proyecto Elqui, se generaron 967.520.598 acciones de propia emisión, derivados del derecho a retiro y 1 acción por remanente de canje. Las acciones generadas por el derecho a retiro fueron eliminadas mediante reducción de capital a través de escrituras públicas el día 13 de mayo de 2019. Al 31 de diciembre de 2019, se encontraban suscritas y pagadas el total de las acciones cuya propiedad se distribuía de la siguiente manera:

Tabla 2-3 Participación de los accionistas¹²

Accionista (Nombre o Razón Social)	Número de Acciones	Participación
Enel SpA	42.832.058.392	61,93%
Administradoras de Fondos de Pensiones (A.F.P.)	10.345.459.507	14,96%
Fondos de Inversión Extranjeros	8.315.070.942	12,02%
Corredores de Bolsa, Compañías de Seguros y Fondos Mutuos	3.847.094.025	5,56%
Citibank N.A. según circular N°1.375 de la S.V.S. (ADS's) (*)	2.714.732.273	3,92%
Otros 6.044 accionistas	1.112.142.080	1,61%
Total Acciones en Circulación	69.166.557.219	100,00%

2.5 Identificación de empresas comparables

A continuación se presenta un cuadro resumen de las cuatro empresas que hemos considerado comparables dentro de la industria en Chile. En el anexo 8 se detalla los puntos relevantes de cada una de ellas.

¹² Memoria Enel Chile 2019

Tabla 2-4 Resumen de empresas comparables

Antecedentes	ENGIE
Nemotécnico	ECL
Clase de acción	Ordinaria
Derechos de cada clase	Comunes
Mercado de transacción	Bolsa de Santiago
Sector e Industria	Energía
Países y Negocios	Chile. Generación y transmisión eléctrica. Transporte de gas.
Ingresos (MUF)	38,255
EBITDA (MUF)	9,124
Antecedentes	AES GENER
Ticker o nemotécnico	AESGENER
Clase de acción	Ordinaria
Derechos de cada clase	Comunes
Mercado de transacción	Bolsa de Santiago
Sector e Industria	Energía
Países y Negocios	Chile. Generación eléctrica.
Ingresos 2019 (MUF)	63,435
EBITDA 2019 (MUF)	14,840
Antecedentes	COLBUN
Ticker o nemotécnico	COLBUN
Clase de acción	Ordinaria
Derechos de cada clase	Comunes
Mercado de transacción	Bolsa de Santiago
Sector e Industria	Electricidad
Países y Negocios	Chile y Perú. Generación eléctrica
Ingresos (MUF)	39,122
EBITDA (MUF)	8,869
Antecedentes	CGE
Ticker o nemotécnico	CGE
Clase de acción	Ordinaria
Derechos de cada clase	Comunes
Mercado de transacción	Bolsa de Santiago
Sector e Industria	Electricidad
Países y Negocios	Chile y Perú. Generación eléctrica
Ingresos (MUF)	47,364
EBITDA (MUF)	6,579

3. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

3.1 Estado de situación financiera

A continuación se presentan los balances resumidos de la compañía 2016 a 2020.

Tabla 3-1 Resumen de balance consolidado en MUF

BALANCE CONSOLIDADO GRUPO ENEL CHILE (MUF)	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020
Efectivo y equivalentes al efectivo	9,337	15,652	8,894	8,325	12,399
Otros activos corrientes	623	1,471	2,275	1,270	1,107
Cuentas comerciales por cobrar corrientes	18,898	17,868	19,312	20,475	19,793
Inventarios	1,425	1,481	2,066	1,401	805
Activos por impuestos corrientes y Otros	2,605	2,902	3,619	4,496	2,359
ACTIVOS CORRIENTES TOTALES	32,888	39,373	36,166	35,967	36,464
Otros activos no corrientes	1,600	1,762	1,882	1,599	1,678
Cuentas comerciales por cobrar no corrientes	1,271	1,350	2,196	12,292	17,929
Plusvalía	33,675	33,109	33,195	32,404	32,065
Propiedades, planta y equipo	131,932	133,804	192,581	187,372	172,459
Otros	3,535	3,108	5,622	7,937	12,774
TOTAL DE ACTIVOS NO CORRIENTES	172,013	173,133	235,476	241,603	236,905
TOTAL DE ACTIVOS	204,900	212,506	271,642	277,570	273,370
PASIVOS CORRIENTES TOTALES	28,740	30,480	44,166	36,782	31,639
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	44,727	40,712	94,189	108,421	132,545
TOTAL PASIVOS	73,467	71,192	138,355	145,204	164,183
Capital emitido	84,603	83,181	143,456	137,129	135,282
Ganancias acumuladas	59,563	65,363	69,463	70,933	51,275
Acciones propias en cartera	-	-	(2,626)	-	-
Otras reservas	(39,285)	(37,216)	(86,182)	(84,970)	(85,526)
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	104,881	111,328	124,111	123,091	101,031
Participaciones no controladoras	26,552	29,986	9,176	9,275	8,155
PATRIMONIO TOTAL	131,433	141,314	133,287	132,366	109,186
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	204,900	212,506	271,642	277,570	273,370

Tabla 3-2 Resumen de balance consolidado porcentual

BALANCE CONSOLIDADO GRUPO ENEL CHILE (%)	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020
Efectivo y equivalentes al efectivo	5%	7%	3%	3%	5%
Otros activos corrientes	0%	1%	1%	0%	0%
Cuentas comerciales por cobrar corrientes	9%	8%	7%	7%	7%
Inventarios	1%	1%	1%	1%	0%
Activos por impuestos corrientes	1%	1%	1%	2%	1%
ACTIVOS CORRIENTES TOTALES	16%	19%	13%	13%	13%
Otros activos no corrientes	1%	1%	1%	1%	1%
Cuentas comerciales por cobrar no corrientes	1%	1%	1%	4%	7%
Plusvalía	16%	16%	12%	12%	12%
Propiedades, planta y equipo	64%	63%	71%	68%	63%
Otros	2%	1%	2%	3%	5%
TOTAL DE ACTIVOS NO CORRIENTES	84%	81%	87%	87%	87%
TOTAL DE ACTIVOS	100%	100%	100%	100%	100%
PASIVOS CORRIENTES TOTALES	14%	14%	16%	13%	12%
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	22%	19%	35%	39%	48%
TOTAL PASIVOS	36%	34%	51%	52%	60%
Capital emitido	41%	39%	53%	49%	49%
Ganancias acumuladas	29%	31%	26%	26%	19%
Acciones propias en cartera	0%	0%	-1%	0%	0%
Otras reservas	-19%	-18%	-32%	-31%	-31%
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	51%	52%	46%	44%	37%
Participaciones no controladoras	13%	14%	3%	3%	3%
PATRIMONIO TOTAL	64%	66%	49%	48%	40%
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	100%	100%	100%	100%	100%

La principal cuenta de activos del grupo Enel Chile se encuentra en **Propiedad, Planta y Equipos** representando sobre un 63% de sus activos totales, seguida de la **Plusvalía** con un 12%, lo que indica que son estos los principales generadores de ingresos. Respecto a la evolución de los principales activos, los factores fundamentales de variación en esta cuenta corresponden a inversiones en plantas en funcionamiento y nuevos proyectos principalmente de generación de energía renovable y por otro lado su disminución por cierre de plantas térmicas asociado al proceso de descarbonización, por lo que el nivel de estos activos debiesen tender a mantenerse o aumentar. El financiamiento se produce en un 60% con pasivos, de los cuales un 48% son no corrientes, destacando la mitad de estos en **Pasivos Financieros** como bonos y un 40% con patrimonio. En relación a la evolución de la estructura de financiamiento, esta se ha prácticamente invertido desde el 2016 aumentando la deuda respecto al patrimonio, año en donde solo el 36% era financiado con deuda, lo que indica una tendencia al endeudamiento. Tanto el balance en MUF como porcentual se detallan en el anexo 9.

3.2 Estado de resultados

Tabla 3-3 Resumen de estado de resultados (MUF)

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO GRUPO ENEL CHILE (MUF)	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020 Anualizado
INGRESOS	81,070	93,882	89,138	97,875	91,728
APROVISIONAMIENTOS Y SERVICIOS	(47,825)	(56,260)	(46,876)	(50,202)	(49,968)
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN (MARGEN BRUTO)	33,246	37,622	42,262	47,673	41,761
COSTOS FIJOS	(9,428)	(10,036)	(9,926)	(10,461)	(10,071)
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN (EBITDA)	23,818	27,586	32,336	37,213	31,690
Depreciaciones y amortizaciones	(5,138)	(5,698)	(7,806)	(8,358)	(8,493)
Pérdidas por Deterioro (Reversiones)	(1,327)	(296)	(28)	(9,917)	(24,323)
Pérdidas por Deterioro (Reversiones) por aplicación de NIIF 9	-	-	(174)	(355)	(622)
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)	17,352	21,592	24,327	18,582	(1,747)
Gastos Financieros Netos	(1,067)	(1,188)	(3,709)	(4,857)	(4,541)
Resultados por Unidades de Reajuste e Hiperinflación	52	34	(30)	(105)	(61)
Diferencias de Cambio Positivas/Negativas	342	318	(283)	(368)	(119)
Resultado de Sociedades Contabilizadas por el Método de Participación	250	(101)	116	13	(6)
Resultado de Otras Inversiones	4,610	3,935	14	9	3
Resultados en Ventas de Activos	1	290	110	54	3
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	21,540	24,881	20,545	13,328	(6,468)
Impuesto Sobre Sociedades	(3,786)	(5,349)	(5,568)	(2,163)	3,474
RESULTADO DEL PERÍODO	17,754	19,532	14,977	11,165	(2,994)
Sociedad Dominante	12,053	13,038	13,122	10,461	(2,817)
Accionistas Minoritarios	5,701	6,494	1,855	704	(177)

Tabla 3-4 Resumen de estado de resultados porcentual

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO GRUPO ENEL CHILE (%)	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020 Anualizado
INGRESOS	100%	100%	100%	100%	100%
APROVISIONAMIENTOS Y SERVICIOS	-59%	-60%	-53%	-51%	-54%
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN (MARGEN BRUTO)	41%	40%	47%	49%	46%
COSTOS FIJOS	-12%	-11%	-11%	-11%	-11%
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN (EBITDA)	29%	29%	36%	38%	35%
Depreciaciones y amortizaciones	-6%	-6%	-9%	-9%	-9%
Pérdidas por Deterioro (Reversiones)	-2%	0%	0%	-10%	-27%
Pérdidas por Deterioro (Reversiones) por aplicación de NIIF 9	0%	0%	0%	0%	-1%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)	21%	23%	27%	19%	-2%
Gastos Financieros Netos	-1%	-1%	-4%	-5%	-5%
Resultados por Unidades de Reajuste e Hiperinflación	0%	0%	0%	0%	0%
Diferencias de Cambio Positivas/Negativas	0%	0%	0%	0%	0%
Resultado de Sociedades Contabilizadas por el Método de Participación	0%	0%	0%	0%	0%
Resultado de Otras Inversiones	6%	4%	0%	0%	0%
Resultados en Ventas de Activos	0%	0%	0%	0%	0%
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	27%	27%	23%	14%	-7%
Impuesto Sobre Sociedades	-5%	-6%	-6%	-2%	4%
RESULTADO DEL PERÍODO	22%	21%	17%	11%	-3%
Sociedad Dominante	15%	14%	15%	11%	-3%
Accionistas Minoritarios	7%	7%	2%	1%	0%

Las ventas de la compañía muestran un crecimiento entre el 2016 y el 2019, con un promedio de 7% anual. Sin embargo a junio 2020 anualizado (últimos 12 meses), muestra una caída del 6% respecto del año anterior. El margen bruto tiene un promedio

de 45% en los cinco periodos, con un máximo de 49% en el 2019, pero a junio baja a 46%. Los gastos operacionales se mantienen en 11% los últimos 4 años, arrojando un EBITDA (resultado bruto de explotación) con tendencia al 36%. La depreciación y amortización ha tendido a mantenerse en el 9%, con un EBIT (resultado de explotación) que venía en promedio 2016/18 del 22%, pero que se ve fuertemente impactado en los dos últimos periodos por la **pérdida por deterioro** el 2019 de 10.272 MUF y el 2020 de 24.945 MUF que crecen nada menos que 50 y 123 veces respecto a la del 2018, impactando al resultado del 2019 llegando solo al 14% y el 2020 al -7% de EBIT, lo que significa finalmente una pérdida en el periodo. Esto se debe a la decisión de la compañía de contabilizar provisiones por deterioro de plantas relacionadas con el **plan de descarbonización**, adelantándose a la obligación regulatoria. Por el lado de las cuentas financieras, se observa un aumento como resultado de mayor endeudamiento de los gastos financieros netos, que han ido al alza desde un 1% a un 5% y por el contrario, el resultado de otras inversiones a caído del 6% a cerca de 0, por lo que impacta negativamente al EBT. Finalmente la compañía entre los años 2016 y 2018 presentó un resultado neto en promedio del 20% con tendencia a la baja, pero como se indicó anteriormente, el impacto de la contabilización por deterioro hizo bajar el resultado a 11% y -3% en los últimos dos periodos analizados respectivamente, con una pérdida de 2.994 MUF en Jun 2020. Tanto el estado de resultados en MUF como porcentual se encuentran con mayor detalle en el anexo 10.

3.3 Estado de flujos de efectivo

Tabla 3-5 Resumen de estado de flujos de efectivo (MUF)¹³

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO DIRECTO (MUF)	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020 Anualizado
Clases de cobros por actividades de operación	103,365	118,256	111,384	109,233	103,818
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	103,084	117,434	110,203	107,855	101,907
Clases de pagos	(85,805)	(94,538)	(84,701)	(82,962)	(82,013)
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(68,510)	(77,182)	(69,717)	(67,952)	(68,360)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(4,265)	(4,806)	(4,351)	(4,596)	(4,661)
Otros pagos por actividades de operación	(8,206)	(4,866)	(4,983)	(5,457)	(5,671)
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	(4,032)	(6,830)	(4,880)	(2,924)	(15)
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	17,561	23,719	26,683	26,270	21,805
Flujos de efectivo utilizados en la adquisiciones de participaciones no controladoras	-	-	(58,925)	-	-
Otros cobros por la venta de patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	5,121	4,313	-	-	-
Préstamos a entidades relacionadas	(2,746)	(6,021)	(1,376)	-	-
Compras de propiedades, planta y equipo	(5,946)	(9,927)	(10,903)	(10,609)	(11,809)
Pagos derivados de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera	(279)	(291)	(54)	(267)	(229)
Cobros a entidades relacionadas	2,741	6,021	2,768	-	-
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	(660)	(5,466)	(68,257)	(11,004)	(12,874)
Importes procedentes de la emisión de acciones	-	-	24,154	-	-
Pagos por adquirir o rescatar las acciones de la entidad	-	-	(2,626)	-	-
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	5,195	-	56,802	-	-
Préstamos de entidades relacionadas	1	5,597	-	10,026	16,884
Pagos de préstamos	(5,232)	(207)	(29,730)	(11,138)	(3,557)
Pagos de pasivos por arrendamientos	-	(97)	(69)	(159)	(150)
Pagos de préstamos a entidades relacionadas	(6,355)	(5,597)	-	-	-
Dividendos pagados	(5,422)	(9,732)	(8,394)	(8,353)	(8,666)
Intereses pagados	(1,491)	(1,635)	(4,228)	(4,749)	(4,591)
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	(13,573)	(11,851)	35,064	(15,558)	(1,367)
Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	3,327	6,402	(6,510)	(292)	7,564
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	(102)	71	188	(44)	388
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	3,225	6,473	(6,322)	(335)	7,952
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	6,111	9,180	15,217	8,660	8,213
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	9,337	15,652	8,894	8,325	16,165

¹³ Fuente: Información Financiera Enel Chile, balance consolidado estándar IFRS <http://www.cmfchile.cl>

Los flujos de efectivo netos provenientes de actividades de la operación no evidencian grandes variaciones anualmente. Los cobros por ventas de bienes y servicios son la principal entrada y por el lado de los pagos, la clase más relevante es la de proveedores que también se observa estable en dichos periodos.

Los flujos de efectivo netos provenientes de actividades de inversión son impactados principalmente por las compras de propiedades, plantas y equipos, la que ha aumentado un 21% en promedio y a Junio 2020 en 11%. En particular para el 2018 se evidencia un incremento importante por **adquisición no controladora** dado el pago de la OPA sobre Enel Generación Chile por 58.925 MUF. Se observa estabilidad en los dos periodos siguientes.

Los Flujos de efectivo netos provenientes de actividades de financiamiento, está impactada principalmente por préstamos, pagos de préstamos, dividendos e intereses. En 2018 se refleja el importe procedente de préstamo por bono de largo plazo (Yankee Bonds) por 56.802 MUF, el importe procedente de préstamos bancario Bridge para financiar OPA sobre Enel Generación Chile por 29.730 MUF e importes procedentes de la emisión de acciones, compensado por pagos por adquirir o rescatar las acciones propias y pago de préstamos bancario por Bridge. En 2019 y 2020 los préstamos recibidos de empresas relacionadas están explicados por nuevos créditos otorgados por Enel Finance International, con 10.026 y 16.884 MUF respectivamente.

El detalle del flujo de efectivo se encuentra en el anexo 11.

3.4 Ratios financieros

Tabla 3-6 Ratios financieros

		Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020
Liquidez	Capital de trabajo (MUF)	4,148	8,893	-8,000	-816	4,825
	Razón Corriente	1.1	1.3	0.8	1.0	1.2
	Test Ácido (1)	1.0	1.1	0.6	0.8	1.0
	Test Ácido (2)	1.1	1.2	0.8	0.9	1.1
Endeudamiento	Leverage Total	0.6	0.5	1.0	1.1	1.5
	Deuda a Activo	36%	34%	51%	52%	60%
	Razón deuda corto plazo a deuda total	3%	2%	19%	11%	11%
	Cobertura de intereses (3)	12.8	13.8	7.3	6.4	5.6
Actividad	Rotación de cuentas por cobrar	4.0	4.9	4.1	3.0	2.4
	Periodo Promedio de Cobro (PPC)	89.6	73.7	86.9	120.5	148.0
	Rotación Inventarios	33.6	38.0	22.7	35.8	62.1
	Rotación de activos	0.40	0.44	0.33	0.35	0.34
Rentabilidad	Margen de ventas a ventas	41.0%	40.1%	47.4%	48.7%	45.5%
	Margen operacional a ventas	29.4%	29.4%	36.3%	38.0%	34.5%
	Margen Neto a ventas	21.4%	23.0%	27.3%	19.0%	-1.9%
	Rentabilidad sobre activos (ROA) (4)	8.7%	9.2%	5.5%	4.0%	-1.1%
	Rentabilidad sobre patrimonio (ROE) (5)	11.5%	11.7%	10.6%	8.5%	-2.8%

a) Ratios de Liquidez:

Los indicadores muestran en general que a junio 2020 Enel Chile puede cumplir con sus compromisos de corto plazo, con una razón corriente de **1.2** y tests ácidos en torno a **1**. En los dos primeros periodos se aprecia también una situación similar que contrasta con el caso particular 2018/19 con un capital de trabajo negativo y razones bajo 1, donde el aumento de pasivo corriente de ese periodo se debe al saldo remanente del crédito bridge obtenido para financiar la OPA sobre Enel Generación Chile. Para financiar esta operación Enel Chile solicitó un crédito sindicado internacional por USD 1.550 millones para financiar parcialmente la OPA por las acciones de terceros de Enel Generación.

b) Ratios de Endeudamiento

Al observar estos indicadores vemos que la empresa ha decidido tomar deuda desde su reestructuración y fusión con Enel Green Power (área de la empresa que crece con nuevos proyectos renovables) ya que la evolución del leverage pasa de **0.6 a 1.5** y la

deuda a activo de **36% a 60%**, sumado al aumento de la deuda a corto plazo de un **3% a un 11%** en el tramo analizado. También vemos que Enel Chile tiene capacidad de responder con sus gastos financieros, pero cada año con menos holgura, dado que flujos provenientes de los activos varían menos que el gasto por intereses, pasado la cobertura de estos de **12.8 a 5.6** veces.

c) Ratios de Actividad

Se observa una disminución importante de la rotación de cuantas por cobrar de **4 a 2.4** y aumento del PPC de **89.6 a 148** días. Estos indicadores nos relevan dos hechos importantes ocurridos en el periodo analizado; por un lado a fines de 2019 se creó un **Mecanismo Transitorio de Estabilización de Precios de la Energía Eléctrica**, incrementando las cuentas por cobrar originando un mayor rezago en la recaudación de las ventas generadas en el segmento de generación. Por otro lado el plan de descarbonización de la empresa origina una disminución de los inventarios relacionado con la discontinuidad de las centrales Tarapacá, Bocamina I y II, lo que se aprecia en la rotación de activos e inventario.

d) Ratios de Rentabilidad

Los indicadores de Enel Chile muestran una empresa estable, aislando los efectos antes mencionados, ya que si bien estos han provocado un resultado final de rentabilidad neta negativa en el último periodo, se observa que el margen bruto y operacional tienden al alza. El Margen de ventas a ventas presenta un incremento en 2018 debido a una disminución de costos variables asociados a compras de energía debido principalmente a la incorporación del negocio de Enel Green Power en Chile y a un mix de generación más eficiente, mediante un mayor despacho hidroeléctrico. En 2019 también presenta un incremento debido a un ingreso extraordinario en marzo de 2019, producto del

término anticipado de los contratos firmados en 2016 entre Enel Generación Chile y Anglo American Sur. La Rentabilidad sobre activos (ROA) fue negativa para el período terminado al 30 de junio de 2020, debido a los efectos extraordinarios generados por las pérdidas por deterioro asociadas a Bocamina II, reconocidas en 2020. En 2019 de igual modo presenta una disminución debida las pérdidas por deterioro de las centrales Tarapacá y Bocamina I. Aislado dichos efectos extraordinarios y los impuestos positivos sobre las utilidades negativas, el índice de rentabilidad sobre activos habría aumentado en 2019 a un 8,4% y en 2020 a un 7,0%. La Rentabilidad sobre patrimonio (ROE) de los propietarios de la controladora es negativa en 2020 por el reconocimiento de deterioros antes expuestos. Aislado dichos efectos extraordinarios y los impuestos positivos sobre las utilidades negativas, el índice de rentabilidad del patrimonio habría aumentado en 2019 a un 18,3% y en 2020 a un 19,6% permite proyectar aumento futuro en las utilidades operacionales.

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1 Deuda financiera

La tabla siguiente resume la deuda financiera consolidada de Enel Chile.

Tabla 4-1 Deuda financiera¹⁴

MUF	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020
Deuda financiera corriente	975	702	14.898	7.376	7.707
Préstamos que devengan intereses	684	644	11.945	5.601	5.932
Préstamos bancarios	0	0	10.285	4.000	4.306
Obligaciones con el público no garantizadas	614	577	1.581	1.601	1.625
Arrendamiento financiero	70	67	79	-	-
Instrumentos derivados de cobertura	12	11	2.946	1.703	1.721
Instrumentos derivados de no cobertura	280	47	8	72	55
Deuda financiera no corriente	32.413	29.180	61.882	59.788	64.679
Préstamos que devengan intereses	30.441	28.395	61.781	58.894	62.438
Préstamos bancarios	-	-	8.308	4.779	5.154
Obligaciones con el público no garantizadas	29.837	27.917	53.026	54.114	57.285
Arrendamiento financiero	604	478	447	-	-
Instrumentos derivados de cobertura	1.859	785	95	890	2.241
Instrumentos derivados de no cobertura	113	-	6	4	-
Total deuda financiera (B)	33.388	29.882	76.780	67.164	72.386

En esta podemos apreciar que la deuda no corriente es la más significativa ya que representa un 89% de la deuda total y que esta última se ha más que duplicado en los periodos analizados siendo 2.16 veces la del 2016, lo que ya se observaba en los análisis de situación financiera, indicando que desde 2018 la política de la compañía ha sido aumentar su endeudamiento a los niveles mencionados en el capítulo anterior.

En la siguiente tabla podemos ver el detalle de las principales obligaciones de la deuda no corriente.

¹⁴ Fuente: Información Financiera Enel Chile, balance consolidado estándar IFRS

Tabla 4-2 Detalle de deuda financiera¹⁵

Empresa	Tipo de colocación	Nemotécnico	Valor nominal (VN o D)	Moneda (Millones)	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Tipo de bono	Tasa cupón (kd)	Número de pagos (N)
Enel Generación Chile	International Bond	Serie única	40	USD	27/01/1997	01/02/2097	Bullet	8,1%	202
	International Bond	Serie única	71	USD	27/01/1997	01/02/2037	Bullet	7,3%	81
	International Bond	Serie única	206	USD	27/01/1997	01/02/2027	Bullet	7,9%	60
	International Bond	Serie única	400	USD	15/04/2014	15/04/2024	Bullet	4,3%	20
	Local Bond	Serie H	2	UF	24/10/2003	15/10/2028	Francés	6,2%	50
	Local Bond	Serie M	10	UF	15/12/2008	15/12/2029	Francés	6,2%	42
Enel Chile	International Bond	Serie única	1.000	USD	12/06/2018	12/06/2028	Bullet	4,9%	20
	EFI (1)	Serie única	400	USD	21/12/2018	21/12/2022	Bullet	3,5%	8
	SURCA EFI	Serie única	50	USD	25/06/2019	24/06/2024	Bullet	1,6%	10
	EFI	Serie única	200	USD	03/01/2020	03/07/2023	Bullet	2,6%	7
	EFI	Serie única	400	USD	11/03/2020	11/03/2030	Bullet	3,4%	20
EGP Chile	Term loan	Serie única	150	USD	19/12/2013	19/12/2020	Bullet	1,7%	14
	Term loan	Serie única	150	USD	03/12/2014	03/12/2021	Bullet	1,8%	14
	Term loan	Serie única	30	USD	18/05/2017	15/11/2022	Bullet	1,5%	11
	Term loan	Serie única	644	USD	31/12/2015	31/12/2027	Francés	4,9%	24

En esta podemos apreciar que las deudas más relevantes van desde los 400 a los 1.000 millones de dólares generadas entre el 2014 y el 2020 por deuda interna y bonos. El siguiente es un detalle de la deuda adquirida internamente con Enel Finance International NV (EFI)

2015: EFI otorgó a EGP Chile S.A., un crédito por un monto comprometido de hasta 650 MUSD, a una tasa de interés variable de Libor 6M más un margen de 4,94% anual, con pago de interés semestral y vencimiento en 2027. Se pagó una comisión de disponibilidad anual equivalente al 35% del margen sobre el monto no girado hasta diciembre 2017. En 2019, el margen fue reducido a 1,40% anual, se modificó la tasa de interés, de variable a fija, estableciéndola en 2,82% anual, pago de interés semestral; y amortizaciones semestrales comenzando en 2024. El saldo de la deuda al 30 de junio

¹⁵ Enel Finance International N.V. ("EFI")

de 2020 asciende a 644 MUSD. Este crédito es de carácter bullet y se encuentra garantizado por Enel Chile S.A.

2018: EFI otorgó a Enel Chile S.A. un crédito bullet sin garantías, por un monto comprometido hasta 400 MUSD, con una tasa de interés variable de Libor 6M más un margen de 1,00% anual, con pago de interés semestral, vencimiento en 2022 y comisión de disponibilidad anual equivalente al 35% del margen sobre el monto no girado. Entre el 3 y 18 de junio de 2019, Enel Chile S.A. giró dicha línea en su totalidad.

2020: En el último semestre se aumentó en 14 MUSD la cobertura del bono M de Enel Generación Chile y se tomaron dos préstamos bancarios pactados con EFI, ambos con pago de interés semestral, bullet, sin garantías y comisión de disponibilidad anual equivalente al 35% del margen sobre el monto no girado; el primero tomado en enero por 200 MUSD con una tasa de interés fija del 2,60% anual, vencimiento en 2023, y el segundo en marzo 2020 por 400 MUSD con tasa de interés fija del 3,40% anual y vencimiento en 2030.

4.2 Bonos

De la deuda revisada en el capítulo anterior, los bonos internacionales más relevantes se encuentran en la siguiente tabla.

Tabla 4-3 Bonos¹⁶

Name	Enel Chile SA	Enel Generacion Chile SA	Enel Generacion Chile SA	Enel Generacion Chile SA	Enel Generacion Chile SA
Ticker	ENELCH	ENELGX	ENELGX	ENELGX	ENELGX
Coupon	4,875	4,75	6,2	4,25	8,125
Maturity	6/12/2028	12/15/2029	10/15/2028	4/15/2024	2/1/2097
Series	NA	M	H	NA	NA
Bloomberg Composite Rating	BBB+	NA	NA	BBB+	BBB+
Maturity Type	CALLABLE	CALL/SINK	SINKABLE	CALLABLE	AT MATURITY
Announce	6/7/2018	12/15/2008	10/15/2003	4/10/2014	1/17/1997
Currency	USD	CLP	CLP	USD	USD
Ask Price	121,22	107,65	58,82	110,19	NA
Source	BMRK	EXCH	EXCH	BMRK	BGN
Outstanding Amount	1.000.000.000	8.636.364	1.816.000	400.000.000	39.736.000
Issued Amount	1.000.000.000	10.000.000	4.000.000	400.000.000	200.000.000
Coupon Type	FIXED	FIXED	FIXED	FIXED	FIXED
Issue Date	6/12/2018	12/15/2008	10/15/2003	4/15/2014	1/27/1997
Real First Coupon Date	12/12/2018	6/15/2009	4/15/2004	10/15/2014	8/1/1997
ID Number	AT0077491	EH8606723	EG6592943	EK1641571	DD1095692
Moody's	Baa2	NA	NA	Baa1	Baa1
S&P	BBB+	NA	NA	BBB+	BBB+
Bid Price	119,976	107,6517384	58,81656144	109,692	NA
Bid Yield to Maturity	2,08	-0,21	-0,28	1,49	NA
Bid Yield To Convention	2,00	-0,21	-0,28	1,30	NA
Bid Modified Duration	6,39	3,39	2,27	3,12	NA
Bid Risk	7,73	93951,44	23586,95	3,47	NA
Short Name	ENEL CHILE SA	ENDESA (CHILE)	ENDESA (CHILE)	ENDESA (CHILE)	ENDESA - CHILE
Fitch	A-	NA	NA	A-	A-
Tasa colocación (kb)	5,03%			4,38%	8,13%
Valor Mercado 31/08/2020	121,22	107,65	58,82	110,19	

El bono más relevante entonces es el de mayor monto y de plazo de vencimiento representativo del resto, del cual su detalle se encuentra en la primera columna, **el único otorgado directamente a Enel Chile por MUSD1.000** (con el más cercano siguiente de MUSD 400) con vencimiento el 2028. Este será entonces el bono a utilizar para el cálculo del costo de la deuda en el capítulo 5.

¹⁶ Fuente: Bloomberg 31/08/2020

4.3 Patrimonio económico

A continuación se estima el valor de mercado del patrimonio de la empresa multiplicando el precio de una acción al cierre de cada periodo por el número de acciones totales del Grupo Enel Chile.

Tabla 4-4 Cálculo patrimonio económico¹⁷

	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020
Número de acciones	49,092,772,762	49,092,772,762	63,913,359,484	69,166,557,220	69,166,557,220
Precio de la acción \$/acción	62.01	72.81	66.97	70.50	61.40
Precio de la acción UF/acción	0.00235350110	0.00271697961	0.00242946057	0.00249029140	0.00213963972
Patrimonio económico (P) MUF	115,540	133,384	155,275	172,245	147,992

4.4 Valor económico de la empresa

Dado que ya tenemos el valor de la deuda y el valor del patrimonio económico, podemos obtener el valor económico del grupo, el cual nos permitirá finalmente obtener la estructura de capital objetivo.

Tabla 4-5 Cálculo valor económico

	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020
V = P + B	148,928	163,266	232,055	239,409	220,378

4.5 Estructura de capital objetivo

La siguiente tabla muestra las razones de estructura de capital de los periodos analizados.

¹⁷ Fuente Precio de la acción: <https://www.bolsadesantiago.com/>

Tabla 4-6 Estructura de capital histórica

Razones	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020	Promedio 16/J20	Promedio 18/J20
B/V	22%	18%	33%	28%	33%	28%	31%
P/V	78%	82%	67%	72%	67%	72%	69%
B/P	29%	22%	49%	39%	49%	39%	45%

En esta podemos apreciar que hubo un cambio importante de estructura de capital el año 2018, pasando de una razón deuda patrimonio B/P del 22% al 49%, con una baja el 2019 a 39% y retornando a un nivel similar en el primer semestre del 2020. Para el cálculo del costo de capital de la empresa utilizaremos como estructura de capital objetivo entonces el promedio de los tres últimos periodos analizados, que es la que estimamos mejor representa la tendencia.

Por lo tanto las razones de estructura de capital objetivo serán:

Tabla 4-7 Estructura capital objetivo

Razones	Objetivo
B/V	31%
P/V	69%
B/P	45%

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1 Costo de la deuda

Según la información obtenida, las condiciones de deuda por bonos es la siguiente:

Tabla 5-1 Información de bono más relevante¹⁸

US29278DAA37	
ENEL CHILE SA FIXED 4.875% JUN 12, 2028 USD	
NEW Perform Return Calculations on a List of Bonds - Please Click Here	
PRICING	
Clean Price (%)	112.17900000 Mid
29278DAA3= Jun 30, 2020	TR COMPOSITE
Calculate with	<input checked="" type="radio"/> Yield 1 <input type="radio"/> Yield 2
	3.085568 3.131230
Redemption Date	Mar 13, 2028 Jun 12, 2028
Redemption Price	100.0000 100.0000
	Call - YTW Maturity - YTM
	Native Native
More Yields	
Accrued	0.27083333 30E/360
Dirty Price (%)	112.44983333
COUPON	
Previous / Next	Jun 12, 2020 - Dec 14, 2020
Frequency	SemiAnnual

Se desprende de este informe del bono a más largo plazo de Enel Chile (AT0077491) que la tasa $YTM = k_b = 3.13\%$ y tasa cupón $k_d = 4.88\%$ en USD.

¹⁸ thomsonreuters.com

5.2 Beta de la deuda

Para estimar el Beta de la deuda, se debe considerar lo siguiente:

$$k_b = R_f + \beta_d * PRM$$

Donde:

$$k_{busd} = k_b = 3.13\%$$

R_f = tasa libre de riesgo USD = Tasa Treasury 10 años¹⁹ + Credit Default Swap Chile²⁰

$$R_f = 0.65\% + 1.27\% = 1.92\%$$

PRM = Premio por Riesgo de Mercado²¹ = 6.26%

$$\text{Luego, el Beta de la deuda } \beta_d = \frac{k_{busd} - R_f}{PRM} = \frac{3.13\% - 1.92\%}{6.26\%}$$

$$\beta_d = 0.49 \text{ (en USD)}$$

5.3 Estimación del Beta patrimonial

Para el cálculo del Beta Patrimonial anual se aplicó el método CAPM, con el modelo de mercado $R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$, utilizando una regresión lineal para determinar el Beta de cada año de la Compañía. Para ello se utilizaron los retornos del índice accionario IGPA al cual pertenece ENEL Chile que en conjunto con ENEL Américas representan un 24% del índice²² y el valor de la acción del último día hábil de cada

¹⁹ <https://datosmacro.expansion.com/bono/usa>

²⁰ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

²¹ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

²² <https://www.investing.com/>

semana para el periodo entre el 1 de Julio al 30 de Junio de los dos últimos años. En el caso particular de ENEL Chile, la acción comenzó a transarse el 22 de abril del 2016, por lo que se presentará el resultado del 2018 al 2020. El detalle de los resultados de cada regresión se presenta en el Anexo 12.

Tabla 5-2 Resumen resultado de regresiones

	jun-18	jun-19	jun-20
Beta de la Acción	0.80	0.88	1.01
P-value	4.62E-08	5.06E-12	5.29E-20
# Observaciones	103	103	103
R^2	0.26	0.38	0.57
Presencia Bursátil	100%	100%	100%

De los resultados podemos apreciar que todos los valores resultantes cuentan con un valor de probabilidad (P-value) menor a 0.01, lo que indica que son estadísticamente significativos. Por otro lado, el valor del Coeficiente de Determinación (R^2) más aceptable es el del año 2020, con años 2018 y 2019 con valores que indican un menor ajuste del modelo al valor del retorno de la acción, especialmente el 2018, Utilizaremos entonces como Beta Patrimonial con deuda el resultado del 2020 que es:

$$\beta_p^{c/d} = 1.01$$

5.4 Beta patrimonial sin deuda

Para obtener el $\beta_p^{s/d}$ tenemos según Rubistein:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \left(1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right) - \beta_d * (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right)$$

Donde B/P es la estructura de capital histórica vista en el punto 4.5 y la tasa de impuesto corporativa entre los años 2018 y 2020 fue del 27%.

Reemplazando resulta:

$$1.01 = \beta_p^{s/d} (1 + (1 - 27\%)(39\%)) - 0.49 * (1 - 27\%) (39\%)$$

$$\beta_p^{s/d} = 0.89$$

5.5 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Como vimos en el punto 4.5, se utilizará una **estructura objetivo de B/P = 45%**.

Luego reemplazando nuevamente en Rubistein:

$$\beta_p^{c/d} = 0.89 (1 + (1 - 27\%)(45\%)) - 0.47 * (1 - 27\%) (45\%)$$

$$\beta_p^{c/d} = 1.03$$

5.6 Costo patrimonial

Para estimar el costo patrimonial tenemos:

$$k_p = R_f + \beta_p^{c/d} * PRM$$

Reemplazando:

$$k_p = 1.92\% + 1.03 * 6.26\%$$

$$k_p = 8.37\%$$

5.7 Costo de capital

Finalmente para estimar el costo de capital mediante costo promedio ponderado (WACC)

tenemos:

$$k_0 = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{V} \right)$$

Reemplazando:

$$k_0 = 8.37\% (69\%) + 3.13\% (1 - 27\%) (31\%)$$

$$\mathbf{k_0 = k_{wacc} = 6.48\%}$$

6. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

6.1 Análisis de las empresas comparables

Como se presentó en el capítulo 2.6, las empresas comparables con Enel Chile son fundamentalmente cuatro. **AES Gener, Colbún y Engie** para el negocio de generación y **CGE** para el de distribución, ya que las tres primeras se caracterizan por dedicarse casi exclusivamente a generar energía y la última a distribuirla, no encontrando en el mercado chileno una que, como lo hace Enel, participe en ambos tipos de negocio con sus filiales de generación y distribución. Dado lo anterior, el análisis de múltiplos lo ponderaremos según el nivel de ingresos que tiene la Compañía para establecer una mejor relación entre los múltiplos de cada línea de negocio.

6.2 Múltiplos de la industria

Según los datos recogidos de los estados de resultados²³ de cada una de las empresas comparables tenemos el siguiente resumen de múltiplos en los periodos anualizados del primer semestre de 2019 y 2020:

²³ www.investing.com

Tabla 6-1 Múltiplos por Empresa Comparable

AES Gener				
Tipo	Múltiplo	S1 2019	S1 2020	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	8.95	8.29	8.62
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	5.36	7.35	6.36
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	7.16	11.32	9.24
	Price to Cash Earnings (P/CE)	6.76	5.63	6.20
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0.75	0.45	0.60
	Value to Book Ratio (VBR)	0.90	0.80	0.85
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0.73	0.49	0.61
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	2.23	2.41	2.32

Colbún				
Tipo	Múltiplo	S1 2019	S1 2020	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	13.29	16.99	15.14
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	7.12	6.47	6.80
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	10.98	10.07	10.52
	Price to Cash Earnings (P/CE)	6.65	6.80	6.73
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0.98	0.85	0.92
	Value to Book Ratio (VBR)	0.99	0.90	0.95
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	2.19	2.02	2.11
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	3.34	3.23	3.28

Engie				
Tipo	Múltiplo	S1 2019	S1 2020	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	11.88	14.31	13.10
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	7.56	6.73	7.14
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	12.39	13.08	12.73
	Price to Cash Earnings (P/CE)	9.59	9.99	9.79
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0.88	0.66	0.77
	Value to Book Ratio (VBR)	0.92	0.76	0.84
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1.31	1.05	1.18
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	1.90	1.75	1.83

CGE				
Tipo	Múltiplo	S1 2019	S1 2020	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	309.92	10.30	10.30
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	13.05	10.56	11.80
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	20.92	16.82	18.87
	Price to Cash Earnings (P/CE)	29.01	6.80	17.90
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0.60	0.44	0.52
	Value to Book Ratio (VBR)	0.76	0.68	0.72
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0.64	0.45	0.55
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	1.34	1.25	1.29

En el caso de AES Gener, el valor de PER para S1 2019 no fue considerado ya que se escapa de los valores de la industria y de la propia Compañía ya que en particular en ese periodo el resultado neto fue impactado por ganancias o pérdidas asociadas a

ajustes tributarios importantes. A continuación se presenta una tabla resumen de los múltiplos de las empresas comparables:

Tabla 6-2 Múltiplos de la Industria

Múltiplo	AES	Colbún	Engie	CGE	Promedio	Mediana
Price-Earnings Ratio (PER)	8.62	15.14	13.10	10.30	11.79	11.70
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	6.36	6.80	7.14	11.80	8.03	6.97
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	9.24	10.52	12.73	18.87	12.84	11.63
Price to Cash Earnings (P/CE)	6.20	6.73	9.79	17.90	10.15	8.26
Price to Book Equity (PBV)	0.60	0.92	0.77	0.52	0.70	0.69
Value to Book Ratio (VBR)	0.85	0.95	0.84	0.72	0.84	0.85
Price to Sales Ratio (PS)	0.61	2.11	1.18	0.55	1.11	0.90
Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	2.32	3.28	1.83	1.29	2.18	2.08

Según lo explicado en el punto anterior, se ponderará el promedio de las generadoras y de la distribuidora según el nivel de ingresos de Enel para cada línea de negocio, siendo según lo visto en el capítulo 2.4.3 un 56% para distribución y un 44% para generación, lo que resulta en lo siguiente:

Tabla 6-3 Ponderado de Múltiplos de la Industria

Múltiplo	CGE (Dx)	Promedio (Gx)	Peso Dx	Peso Gx	Ponderado
Price-Earnings Ratio (PER)	10.30	12.28	56%	44%	11.17
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	11.80	6.77	56%	44%	9.59
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	18.87	10.83	56%	44%	15.33
Price to Cash Earnings (P/CE)	17.90	7.57	56%	44%	13.36
Price to Book Equity (PBV)	0.52	0.76	56%	44%	0.63
Value to Book Ratio (VBR)	0.72	0.88	56%	44%	0.79
Price to Sales Ratio (PS)	0.55	1.30	56%	44%	0.88
Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	1.29	2.48	56%	44%	1.81

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

En la siguiente tabla podemos apreciar los indicadores financieros para el primer semestre 2020 de Enel en conjunto con su correspondiente múltiplo y resultado:

Tabla 6-4 Indicadores financieros y valoración por múltiplos

Indicador Financiero Enel (MUF)	S1 2020	Tipo de Múltiplo	Múltiplo Calculado	Valor Empresa (MUF)	Patrimonio MUF	Precio Acción (\$)
Resultado por Acción*	0.00000019	Price-Earnings Ratio (PER)	11.17	-	-	60.42
EBITDA	31,690	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	9.59	303,804	231,418	96.01
EBIT*	22,575	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	15.33	346,160	273,774	113.59
CE*	21,527	Price to Cash Earnings (P/CE)	13.36	-	215,151	89.26
Valor Libro Patrimonio	109,186	Price to Book Equity (PBV)	0.63	-	68,555	28.44
Valor Libro Empresa	181,572	Value to Book Ratio (VBR)	0.79	143,694	71,308	29.58
Ingresos	91,728	Price to Sales Ratio (PS)	0.88	-	80,456	33.38
Ingresos por Acción	0.00000133	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	1.81	166,377	93,991	39.00
(*) Sin "Pérdida por Deterioro extra"		Múltiplo a Utilizar : PER				60.42

En el caso del **Resultado por Acción y EBIT**, se ajustaron los valores del resultado neto ya que, como vimos en capítulos anteriores, este periodo cuenta con una **pérdida por deterioro** atípica importante que impacta el resultado debido a la salida de producción de una generadora térmica en el marco del plan de descarbonización, por lo que no se consideró en el resultado este ítem. Aplicando estos valores a los múltiplos calculados se obtienen los resultados observados, de los cuales vamos a considerar solamente el PER, el más utilizado y recomendado para esta industria²⁴, obteniendo un valor de **\$60.42**.

En la siguiente tabla se compara este resultado con el precio de la acción de mercado a la fecha de evaluación.

Tabla 6-5 Comparación resultado valoración con precio de mercado

Fecha	Precio Valoración (\$)	Precio Mercado (\$)	Diferencia %
Precio Acción al 30 Junio 2020	60.42	61.40	-1.59%

²⁴ Valoración de Empresas – Pablo Fernández – Capítulo 7 “Valoración por Múltiplos”

Podemos apreciar que el resultado es un 1.59% inferior al valor de mercado al 30 de Junio de 2020.

6.4 Análisis de los resultados del método de valoración de múltiplos

En la tabla anterior podemos ver que los múltiplos que producen resultados que más se acercan al valor de mercado son precisamente los recomendados a considerar en la industria de las utilities (PER y P/CE), pero se determinó utilizar exclusivamente el PER, el más utilizado, para determinar el valor por esta metodología, llegando a un resultado de valoración por este método a **\$60.42 por acción**. Comparando este valor con el real al 30 de Junio de 2020 (ver figura 6-1), obtenemos una subvaloración respecto de mercado de un 1.59%, lo que estimamos se produce por los acontecimientos relacionados con la crisis social y COVID-19 que impactó negativamente en general al mercado en los últimos meses, en especial entre Octubre 2019 y Mayo 2020, moviendo el valor real de la acción a la baja en este periodo y a continuar con esa tendencia. Al analizar el comportamiento de la acción en el periodo, podemos observar en la figura antes mencionada que la acción cuenta con alta volatilidad al final del periodo, lo que podríamos atribuir a riesgos como por ejemplo alta indexación al tipo de cambio en contratos de energía, altas inversiones con aumento de capital y deuda, precio de combustibles, inclemencias climáticas como escenarios extremos de sequía, modificación de normas medioambientales, políticas regulatorias de gobierno y adquisiciones y fusiones. Respecto a esto último, las adquisiciones de Enel Italia también afectan el precio de la acción de Enel Chile. En Diciembre de 2018 por ejemplo, los accionistas de Enel Américas aprobaron el proceso de fusión de Enel

Rinnovabili S.r.l en la sociedad chilena EGP Américas SpA y con ello adquiere todos los activos y pasivos de generación de energías renovables no convencionales que Enel Green Power S.p.A. en centro y sudamérica. Con este anuncio, Enel Américas se consolidará como la empresa más valiosa del IPSA.

Ilustración 6-1 Precio de la acción de Enel Chile de Abril 2017 a Marzo 2021²⁵



²⁵ Yahoo Finance

7. Conclusiones

El resultado de la valoración por múltiplos arrojó un valor de la acción inferior al de mercado a la fecha determinada del ejercicio, **presentando como resultado \$60.42**, con una **subvaloración respecto al valor de mercado del 1.59%**, **valorizando la compañía en 218.023 MUF**. Atribuimos el resultado a la baja de precios del mercado chileno provocada por la crisis social de fines del 2019 y por el efecto de la pandemia Covid-19 iniciado a principios del 2020 que ha hecho y probablemente hará caer más el precio de la acción.

Dentro de las principales problemáticas encontradas tenemos que destacar que el año 2019 y especialmente el 2020 fueron especiales dado que hubo un impacto negativo importante en su resultado neto proveniente de pérdidas por deterioro relacionadas con centrales térmicas que salieron de operación en el marco del plan de descarbonización de la compañía, situación que debió ser aislada en algunos análisis dada la puntualidad del hecho. Además, Enel cuenta con dos negocios claramente definidos que son la generación y distribución eléctrica, con empresas en el mercado chileno que se dedican solo a uno de los dos, por lo que el análisis debe separar necesariamente ambas líneas de negocio para determinar los múltiplos finales de la industria.

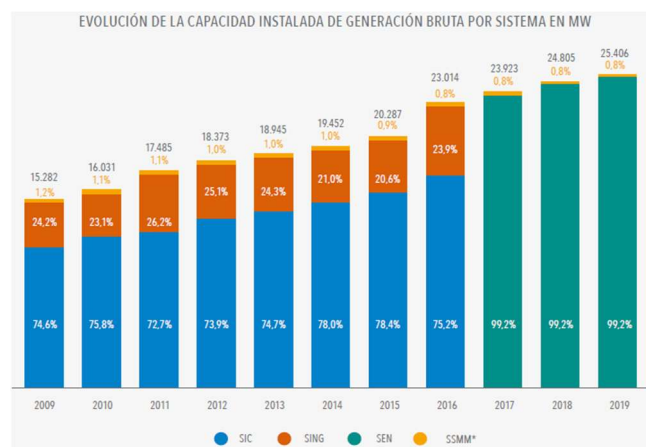
Finalmente, analizando el comportamiento de la acción en el periodo analizado, se observa alta volatilidad hacia el final del periodo se estima debida a los puntos indicados en el análisis de resultados final. Sin embargo la valoración logró acercarse bastante al valor de mercado al 30 de Junio de 2020, la que además resultó en línea a la tendencia posterior a la baja.

ANEXOS

Anexo 1: Capacidad de Generación y Transmisión de la Industria

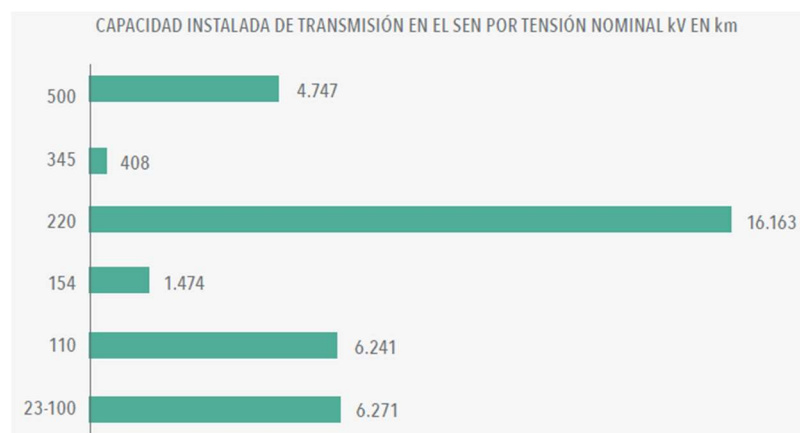
En la siguiente figura apreciamos la evolución de la capacidad de generación de la industria en los últimos diez años con un incremento total del 66.25% en este periodo.

Ilustración 1: Evolución de la Capacidad



En la siguiente figura podemos ver la capacidad de transmisión por nivel de tensión, en donde claramente existe una mayor concentración en los 220 KV.

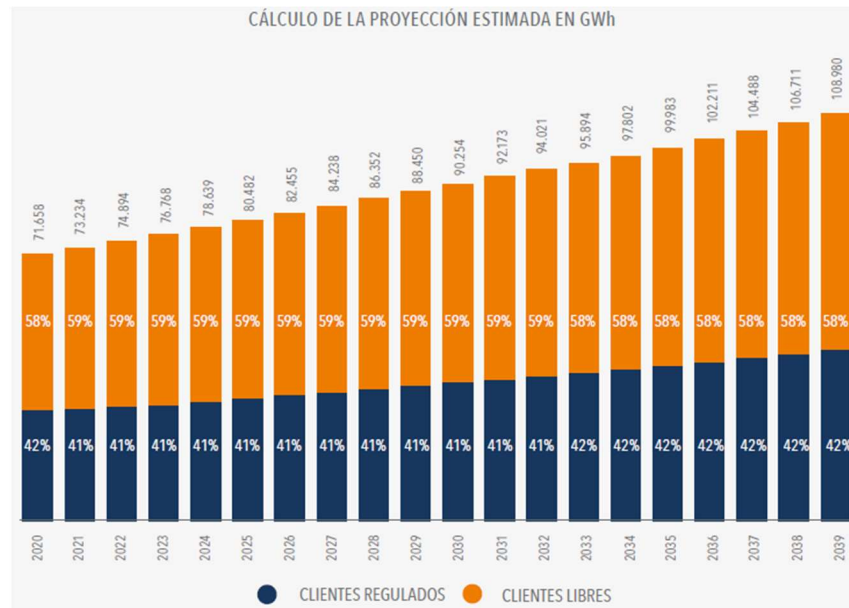
Ilustración 2: Capacidad por Tensión Nominal²⁶



²⁶ Anuario CNE 2019

Anexo 2: Proyección estimada de consumo (GWh)

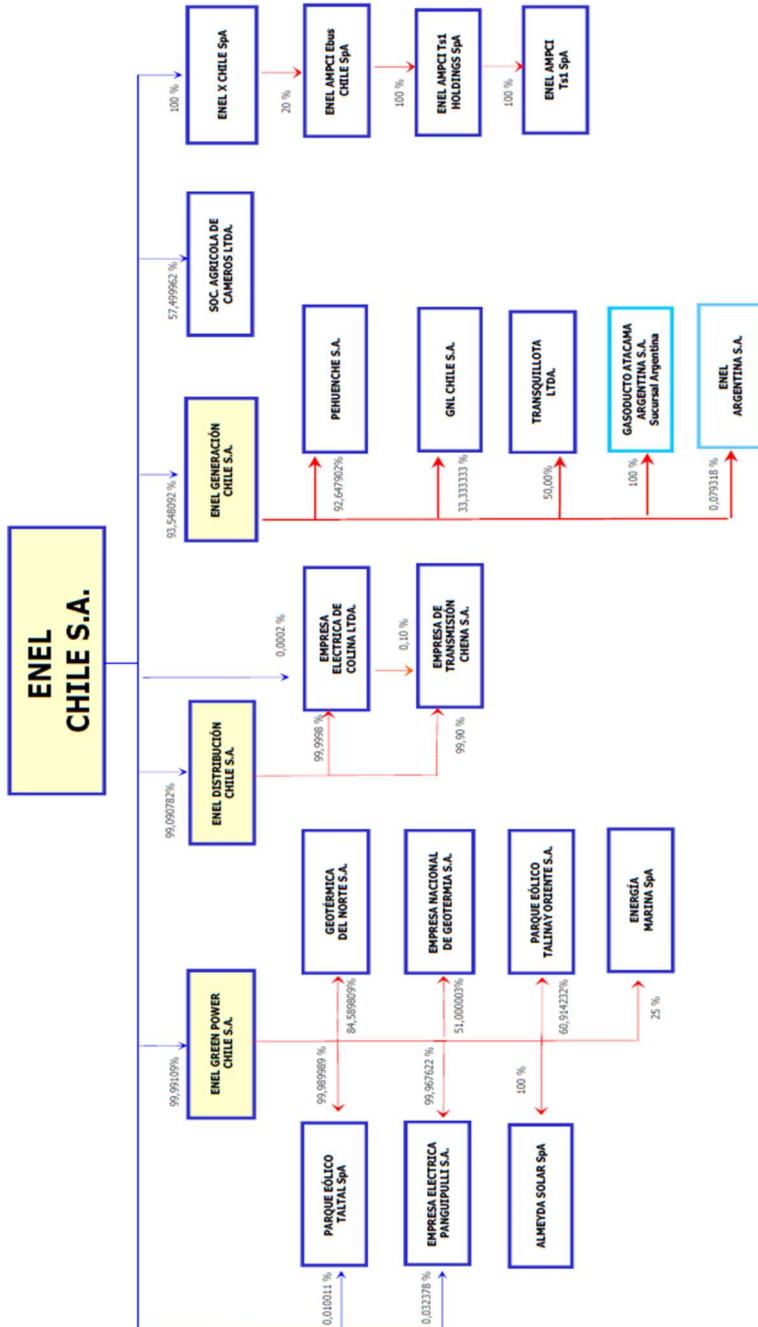
Ilustración 1: Proyección Estimada



Anexo 3: Tabla Contribución de ingresos y EBITDA por país o zona

País/Zona	Ingresos MM€	EBITDA MM€	Ingresos (%)	EBITDA(%)
Italia	41,779	7,628	52.0%	43.1%
Iberia	19,054	3,792	23.7%	21.4%
Brasil	7,901	1,685	9.8%	9.5%
Chile	3,522	1,303	4.4%	7.4%
Colombia	2,266	1,131	2.8%	6.4%
Argentina	1,580	488	2.0%	2.8%
Rumania	1,371	206	1.7%	1.2%
Perú	1,287	545	1.6%	3.1%
Norte América	1,469	799	1.8%	4.5%
Rusia	913	206	1.1%	1.2%
Otros LA	237	151	0.3%	0.9%
África, Asia, Oceanía	159	61	0.2%	0.3%
Otros Europa	116	36	0.1%	0.2%
Ajuste Otros	- 1,327	- 327	-2%	-2%
Total	80,327	17,704	100%	100%

Anexo 4: Malla de participación Enel Chile



Anexo 5: Detalle de negocios de Enel X

- **e-City**

Busca transformar la ciudad para facilitar a los ciudadanos el acceso a servicios cada vez más útiles, desarrollando soluciones tecnológicas relacionadas con iluminación, sistemas de seguridad y eficiencia energética, a través de vínculos comerciales con diversas entidades públicas.

- **e-Home**

Busca transformar los hogares para que sean más seguros y eficientes, enfocados en las necesidades particulares de cada hogar y familia. Esto, a través de soluciones novedosas y eficientes en cuanto a servicios de climatización, calentamiento de agua, iluminación LED, entre otros. Asimismo, busca diferenciarse en el mercado B2C por los altos estándares en el servicio de instalación y mantención.

- **e-Industries**

Busca transformar las empresas por medio de proyectos integrales, que abarcan la asesoría especializada, la implementación y monitoreo de cada servicio dentro del ámbito B2B. Se focaliza en tecnologías relacionadas con la eficiencia energética, generación distribuida, proyectos eléctricos, gestión en la demanda, entre otros. Al mismo tiempo, busca aportar un valor diferenciador a cada organización.

- **e-Mobility**

Busca transformar los medios de transporte, con una oferta de productos y servicios que promuevan el desarrollo de la movilidad eléctrica, complementando dichos servicios mediante la infraestructura de carga privada, urbana y nuevas tecnologías. Así también, impulsar el transporte público eléctrico ofreciendo soluciones integrales para las empresas operadoras.

- **e-Home - Proyectos Business to Costumers**

Climatización eficiente en establecimientos educacionales de la red municipal

Anexo 6: Detalle de conformación y acciones del Directorio

De conformidad con la Ley de Sociedades Anónimas, si se produjere la vacancia de un director, deberá procederse a la renovación total del Directorio en la próxima Junta Ordinaria de Accionistas que deba celebrar la sociedad y, en el intertanto, el Directorio podrá nombrar un reemplazante. No se contempla la existencia de miembros suplentes. Durante el año 2019 se implementó el Programa de Formación de Directores, con el objeto de aportar a la actualización de conocimiento de los directores a través de sesiones de capacitación en diversas materias. Alguno de los temas que se trataron durante el año 2019 se refieren a “Aspectos relevantes de Sostenibilidad: Análisis de Entidades Certificadores e Indicadores de Seguimiento”, “Nuevas Normas Contables aplicables a la Compañía”, entre otros. La compañía, con antelación a la celebración de la Junta de Accionistas, publica en su página web los curriculum vitae de los candidatos a directores para que los accionistas de la compañía puedan informarse oportunamente sobre las capacidades, condiciones, experiencias de los candidatos.

La Política de Riesgos de la Compañía, fue aprobada en sesión de Directorio de fecha 31 de mayo de 2017. El Directorio se reúne al menos trimestralmente con la Gerencia de Riesgos, para analizar la matriz de riesgos, que incluye los riesgos de sostenibilidad, y medidas de mitigación de estos. La compañía ha establecido un procedimiento de inducción a los nuevos directores en aquellas materias que se consideran necesarias para el buen ejercicio de su cargo y que les permita una integración efectiva e informada al negocio social. La inducción consiste en la entrega a dichos nuevos directores, de los

siguientes documentos, entre otros: estatutos, actas de sesiones de Directorio y de Comité de Directores cuando se trata de miembros de dicho Comité, actas de juntas de accionistas, ello de los últimos dos años; hechos esenciales, memorias, informes de sostenibilidad, estados financieros auditados y estados financieros trimestrales, informes de riesgo, política de derechos humanos, etc. El contenido de la documentación antes señalada incluye aquellas materias referentes al negocio, estrategias y riesgos que atañan a la Sociedad. De esta manera, el nuevo director tiene acceso a extensa información de la Sociedad y no sólo a aquella que es más relevante. La compañía cuenta con planes de contingencia diseñados para reaccionar frente a la materialización de eventos críticos o situaciones de crisis, a través de la formación de comités ad-hoc, conformados por personas expertas para afrontar la crisis o el evento que se trate.

El Directorio se reunió con Auditoría Interna periódicamente para analizar el plan de auditoría anual, realizar monitoreo de los planes de acción, examinar la efectividad del modelo de prevención de delitos implementado por la sociedad, además de otros asuntos que se detallan en la sección de Ética y Transparencia. El Directorio se reúne con la Gerencia de Sostenibilidad trimestralmente, para analizar, entre otros temas, la efectividad de las políticas adoptadas por la sociedad en materia de responsabilidad social y desarrollo sostenible y la existencia de metas y la evolución que han tenido los indicadores de sostenibilidad. El Directorio se reúne con los Auditores Externos una vez por trimestre, dando cumplimiento a la práctica voluntaria contenida en la Norma de Carácter General N°385 de la Comisión para el Mercado Financiero, para examinar materias relativas al plan de auditoría y otros. El Directorio cuenta con un sistema de despacho electrónico, que permite a los directores acceder de manera segura, remota y permanente a la documentación relativa a las sesiones de Directorio, la que es puesta a

disposición de los directores con una antelación mínima de 3 días previos a cada sesión. Tiene también por objeto la gestión “paperless” de toda la documentación que se pone a disposición de los miembros del Directorio. La sociedad cuenta con un procedimiento de whistleblowing, denominado Canal Ético, el cual ha sido debidamente informado al personal de la compañía. Las denuncias son posteriormente investigadas y reportadas al Comité de Directores. Se encuentra disponible para empleados, accionistas, clientes, proveedores o terceros, en la página Web de la Sociedad. Desde el año 2018, el Directorio ha puesto en práctica la realización de al menos dos visitas anuales a alguna dependencia o instalación del Grupo Enel, para conocer el estado y funcionamiento de esas dependencias e instalaciones y las principales funciones y preocupaciones de quienes se desempeñan en las mismas.

Anexo 7: Detalle de regulación por segmento

a) Segmento de generación

Las empresas de generación deben operar de forma supeditada al plan de operación del Coordinador. No obstante, cada compañía puede decidir libremente si vender su energía y potencia a clientes regulados o no regulados. Cualquier superávit o déficit entre sus ventas a clientes y su producción, es vendido o comprado a otros generadores al precio del mercado spot. Una empresa generadora puede tener los siguientes tipos de clientes:

- Clientes libres, que son aquellos usuarios que tienen una potencia conectada mayor a 5.000 kW (principalmente industriales y mineros), o bien, clientes con potencia conectada entre 500 y 5.000 KW que opten por ser cliente libre, con un período de permanencia mínima de cuatro años. Estos consumidores pueden negociar libremente sus precios de suministro eléctrico con las generadoras y/o distribuidoras.

- Empresas Distribuidoras, distinguiendo suministro de sus clientes regulados y libres. Para el suministro de sus clientes regulados, las empresas distribuidoras compran energía a las empresas generadoras mediante un proceso de licitaciones públicas reguladas por la CNE, mientras que, para el suministro de sus clientes libres, lo hacen a través de contratos bilaterales.
- Otras Empresas Generadoras. La relación entre empresas generadoras puede darse a través de contratos bilaterales o bien debido a transferencias en Mercado Spot o de corto plazo. Estas últimas, corresponden a las transacciones de energía y potencia entre compañías generadoras que resultan de la coordinación realizada por el Coordinador Eléctrico Nacional 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 sistema, valorando la energía a costo marginal y la potencia al precio de nudo correspondiente, fijado semestralmente por la autoridad.

En Chile, la potencia por remunerar a cada generador depende de un cálculo realizado centralizadamente por el Coordinador Eléctrico Nacional en forma anual, en función de la normativa vigente, del cual se obtiene la potencia de suficiencia para cada central, valor que depende principalmente de la disponibilidad tanto de las instalaciones propiamente tal, como del recurso de generación según la tecnología. Por otro lado, la Ley N°20.257 de abril de 2008, incentiva el uso de las Energías Renovables No Convencionales (ERNC). El principal aspecto de esta norma es que obligó a los generadores a que, entre 2010 y 2014, al menos un 5% de su energía comercializada con clientes proviniera de fuentes renovables, aumentando progresivamente en 0,5%

desde el ejercicio 2015 hasta el 2024, hasta alcanzar un 10%. Esta Ley fue modificada en 2013 por la Ley N°20.698, denominada 20/25, que establece que hacia el año 2025, un 20% de la matriz eléctrica será cubierto por ERNC, respetando la senda de retiros contemplada en la ley anterior para los contratos vigentes a julio de 2013.

b) Segmento de transmisión

Los sistemas de transmisión se encuentran conformados por las líneas y subestaciones que forman parte de un sistema eléctrico y que no correspondan a instalaciones de distribución. Se encuentran divididos en cinco segmentos: Transmisión Nacional, Transmisión para Polos de Desarrollo, Transmisión Zonal, Transmisión Dedicada y Sistemas de Interconexiones Internacionales. Las instalaciones de transmisión están sometidas a un régimen de acceso abierto, pudiendo ser utilizadas por cualquier usuario interesado bajo condiciones no discriminatorias. La remuneración de las instalaciones existentes de los segmentos de Transmisión Nacional y Zonal se determina a través de un proceso de fijación de tarifas que se realiza cada cuatro años. En dicho proceso, se determina el Valor Anual de la Transmisión, comprendido por costos de operación y mantenimiento eficientes y la anualidad del valor de inversión, determinado sobre la base de una tasa de descuento fijada por la autoridad cuatrienalmente en base a un estudio (mínimo 7% después de impuestos) y la vida útil económica de las instalaciones. La planificación de los sistemas de Transmisión Nacional y Zonal corresponde a un proceso regulado y centralizado, para lo cual el Coordinador Eléctrico Nacional emite anualmente un plan de expansión, el cual es publicado por CNE para recepción de propuestas de los interesados. El Informe de Plan de Expansión puede recibir observaciones de los participantes y debe ser aprobado finalmente por la CNE. Las expansiones de ambos sistemas se realizan mediante licitaciones abiertas, distinguiendo entre obras nuevas y

obras de ampliación de instalaciones existentes. En el caso de obras nuevas se licita la ejecución, quedando el adjudicatario con la propiedad de la instalación. En el caso de obras de ampliación de instalaciones existentes, el propietario de la instalación original es también propietario de su ampliación, pero debe licitar la construcción de ésta. Ambos tipos de licitaciones son gestionadas por el Coordinador. La remuneración de las obras nuevas corresponde al valor resultante de la licitación, lo que constituye la renta para los 20 primeros años desde la entrada en operación. Por su parte, la remuneración de las obras nuevas se conforma por el valor de inversión resultante de la licitación y por el costo de operación y mantenimiento aplicable. En ambos casos, a partir del año 21, la remuneración de esas instalaciones de transmisión se determina como si fueran instalaciones existentes. La normativa vigente define que la transmisión se remunera por la suma de los ingresos tarifarios y la recaudación de los cargos por uso de los sistemas de transmisión. Dichos cargos son definidos (\$/kWh) por la CNE, de manera semestral.

c) Segmento de distribución

El segmento de distribución corresponde a las instalaciones eléctricas destinadas al suministro de electricidad a clientes finales, a un voltaje no superior a 23 kV.

Las empresas de distribución operan bajo un régimen de concesión de servicio público, teniendo obligación de prestar servicio a todos los clientes y suministrar electricidad a los clientes sometidos a tarifas reguladas (clientes con capacidad conectada inferior a 5.000 kW, salvo clientes entre 500 y 5.000 kW que ejerzan su opción de optar por tarifa libre). Cabe señalar, que los clientes con tarifa libre pueden negociar su suministro con cualquier suministrador (distribuidora o generadora), debiendo pagar un peaje regulado por uso de la red de distribución. Respecto al suministro para usuarios sometidos a regulación de precios, la ley establece que las empresas distribuidoras deberán disponer

permanentemente del suministro de energía, sobre la base de licitaciones públicas, abiertas, no discriminatorias y transparentes. Estos procesos de licitación son diseñados por la CNE y se realizan con una antelación mínima de 5 años, fijando una duración del contrato de suministro de hasta 20 años. En caso de desviaciones no previstas en la demanda, la autoridad tiene la facultad de realizar una licitación de corto plazo. Existe, además, un procedimiento regulado para remunerar la eventualidad de un suministro sin contrato. Las fijaciones de tarifas de este segmento son realizadas, cada cuatro años, sobre la base de un estudio de costos para determinar el Valor Agregado de Distribución (VAD). La determinación del VAD se basa en un esquema de empresa modelo eficiente y el concepto de área típica. El 21 de diciembre de 2019, el Ministerio de Energía publicó la Ley N°21.194 (Ley Corta) que rebaja la Rentabilidad de las Empresas Distribuidoras y perfecciona el proceso tarifario de Distribución Eléctrica. Así, el proceso de determinación de tarifas de distribución correspondiente al cuatrienio 2020-2024 incorpora lo estipulado en esta Ley. Para el proceso de determinación del VAD, la CNE clasifica a las empresas con costos de distribución similares en grupos denominados “áreas típicas”. Por cada área típica, la CNE encarga un estudio a consultores independientes, con el fin de determinar los costos asociados a una empresa modelo eficiente, considerando costos fijos, pérdidas medias de energía y potencia y costos estándares de inversión, mantención y operación asociados a la distribución, incluyendo algunas restricciones que las empresas distribuidoras reales enfrentan. Los costos anuales de inversión se calculan considerando el Valor Nuevo de Reemplazo (VNR) de las instalaciones adaptadas a la demanda, su vida útil y una tasa de actualización, calculada cada cuatro años por la CNE, que no puede ser menor al 6% ni mayor a 8% anual después de impuesto. Posteriormente, se estructuran las tarifas y se valida la tasa

de rentabilidad económica después de impuesto, y esa tasa no puede diferir en más de dos puntos al alza y tres puntos a la baja de la tasa definida por la CNE. Adicionalmente, se realiza cada cuatro años, con oportunidad del Cálculo del VAD, la revisión de los Servicios Asociados no consistentes en suministros de energía que el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia califique como sujetos a regulación tarifaria. El modelo tarifario de distribución chileno es un modelo consolidado, ya con nueve fijaciones tarifarias realizadas desde la promulgación de la Ley General del Servicios Eléctricos en el año 1982.

Anexo 8: Detalle de empresas comparables

1. Engie

Engie es un grupo de capital francés que realiza actividades en los ámbitos de generación y distribución de electricidad, gas natural y energías renovables. Es la segunda empresa más grande de servicios públicos con más de 74 mil millones de euros en ingresos anuales y 160,000 empleados alrededor del mundo. También posee una participación del 35 % en Suez Environnement, compañía de tratamiento de agua y gestión de residuos. En Chile cuenta con más de 100 años de experiencia en la generación, transmisión y suministro de electricidad. Transporta gas natural y ofrece más de 50 soluciones energéticas para la minería, territorios, hogares, pequeñas y medianas empresas. En la actualidad es el cuarto generador de energía a nivel nacional, con 2.200 MW de capacidad instalada y más de 9.700 GWh en ventas de energía, además de ser el tercer operador en términos de transmisión. Sumado a eso, 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. Cuenta con un equipo de cerca de 900 colaboradores.²⁷ E.CL pertenece en un 52,77% a GDF Suez. El 47,23% restante se transa públicamente en la Bolsa de Comercio de Santiago.²⁸

2. AES Gener

AES Gener (Gener) es una de las empresas globales de energía más grandes del mundo. Con operaciones en 29 países en los cinco continentes, las instalaciones de generación y distribución de AES tienen la capacidad de atender a 100 millones de personas en todo el mundo. Las 13 empresas reguladas de distribución acumulan ventas anuales por más de 73,000 GWh y las 123 plantas de generación tienen la capacidad de generar aproximadamente 43,000 MW. La fuerza laboral de AES a nivel mundial es de 28,000 personas. En Chile, AES Gener participa en el Sistema Interconectado Central (SIC) y Sistema Interconectado del Norte Grande (SING) en Chile, Sistema Interconectado Nacional (SIN) con un equipo de 1.500 colaboradores. AES Gener es controlada en 71% por AES Corp.²⁹

3. Colbún

Colbún S.A. se dedica a la generación y comercialización de energía eléctrica en Chile y en Perú. La Compañía aporta 3.282 MW de capacidad (49% hídrica y 51% térmica en base a gas natural, carbón y diésel) al Sistema Interconectado Central (SIC) en Chile a través de 24 centrales de generación, siendo la segunda generadora más grande de dicho sistema. Adicionalmente, Colbún tiene una capacidad instalada de 565 MW en el Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN) en Perú, a través de la central térmica

²⁷ <https://engie-energia.cl/quienes-somos/>

²⁸ https://www.bolsadesantiago.com/resumen_instrumento/ECL

²⁹ https://www.bolsadesantiago.com/resumen_instrumento/AESGENER

de ciclo combinado Fenix Power Perú. Su base de activos también incluye 941 km de líneas de transmisión y 30 subestaciones. En ella trabajan en total cerca de 1.000 personas. La Compañía es controlada por el Grupo Matte, principalmente a través de su filial Minera Valparaíso.³⁰ En anexo 3 se encuentra la tabla resumen.

4. CGE

CGE es la matriz de un conglomerado energético que participa de los negocios de distribución y transmisión eléctrica y de distribución y comercialización de gas licuado y gas natural. En distribución eléctrica posee 2,6 millones de clientes en Chile y 850 mil clientes en Argentina. En el sector gas, a través de GASCO, participa en el negocio mayorista y minorista de GLP de Chile, y tiene presencia en Colombia. En distribución de gas natural, a través de METROGAS, GAS SUR Y GASCO MAGALLANES poseen 630 mil clientes en Chile y otros 475 mil clientes en Argentina. A partir de noviembre de 2014, CGE es parte de Naturgy (ex Gas Natural Fenosa), grupo multinacional presente en más de 30 países y con más de 23 millones de clientes, pionera en integración del gas y la electricidad.

³⁰ https://www.bolsadesantiago.com/resumen_instrumento/COLBUN

Anexo 9: Detalle Balance Consolidado en MUF y porcentual

a) Balance consolidado en MUF

BALANCE CONSOLIDADO GRUPO ENEL CHILE (MUF)	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020
Efectivo y equivalentes al efectivo	9.337	15.652	8.894	8.325	12.399
Otros activos financieros corrientes	22	770	1.462	46	35
Otros activos no financieros corriente	601	701	813	1.223	1.072
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	16.892	15.186	17.347	18.066	18.428
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corriente	2.006	2.681	1.965	2.408	1.366
Inventarios	1.425	1.481	2.066	1.401	805
Activos por impuestos corrientes	2.112	2.902	3.619	4.496	2.359
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	493	-	-	-	-
ACTIVOS CORRIENTES TOTALES	32.888	39.373	36.166	35.967	36.464
Otros activos financieros no corrientes	1.094	1.247	264	255	195
Otros activos no financieros no corrientes	506	515	1.618	1.344	1.483
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	1.271	1.350	2.196	11.076	15.627
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas no corriente	-	-	-	1.215	2.302
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	711	631	467	280	280
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.688	2.059	4.185	4.673	4.806
Plusvalía	33.675	33.109	33.195	32.404	32.065
Propiedades, planta y equipo	131.932	133.804	192.581	187.372	172.459
Propiedad de inversión	309	312	274	240	236
Activos por derecho de uso	-	-	-	1.973	1.940
Activos por impuestos diferidos	827	106	695	772	5.512
TOTAL DE ACTIVOS NO CORRIENTES	172.013	173.133	235.476	241.603	236.905
TOTAL DE ACTIVOS	204.900	212.506	271.642	277.570	273.370
Otros pasivos financieros corrientes	975	702	14.898	7.376	7.707
Pasivos por arrendamientos corrientes	-	-	-	206	224
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar corrientes	21.311	20.747	20.108	21.168	14.029
Cuentas por pagar a entidades relacionadas corrientes	3.432	4.463	5.729	5.645	7.548
Otras provisiones corrientes	246	210	203	144	102
Pasivos por impuestos corrientes	2.338	2.501	641	636	191
Otros pasivos no financieros corrientes	437	1.856	2.587	1.608	1.839
PASIVOS CORRIENTES TOTALES	28.740	30.480	44.166	36.782	31.639
Otros pasivos financieros no corrientes	32.413	29.180	61.882	59.788	64.679
Pasivos por arrendamientos no corrientes	-	-	-	1.680	1.653
Otras cuentas por pagar no corrientes	56	25	94	1.987	3.154
Cuentas por pagar a entidades relacionadas no corrientes	10	12	16.223	27.707	46.976
Otras provisiones no corrientes	2.395	2.926	3.841	6.071	7.473
Pasivo por impuestos diferidos	7.567	6.427	10.088	8.806	5.991
Provisiones por beneficios a los empleados no corrientes	2.275	2.130	2.053	2.337	2.575
Otros pasivos no financieros no corrientes	12	12	8	46	43
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	44.727	40.712	94.189	108.421	132.545
TOTAL PASIVOS	73.467	71.192	138.355	145.204	164.183
Capital emitido	84.603	83.181	143.456	137.129	135.282
Ganancias acumuladas	59.563	65.363	69.463	70.933	51.275
Acciones propias en cartera	-	-	(2.626)	-	-
Otras reservas	(39.285)	(37.216)	(86.182)	(84.970)	(85.526)
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	104.881	111.328	124.111	123.091	101.031
Participaciones no controladoras	26.552	29.986	9.176	9.275	8.155
PATRIMONIO TOTAL	131.433	141.314	133.287	132.366	109.186
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	204.900	212.506	271.642	277.570	273.370

b) Balance consolidado en porcentaje

BALANCE CONSOLIDADO GRUPO ENEL CHILE (%)	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020
Efectivo y equivalentes al efectivo	5%	7%	3%	3%	5%
Otros activos financieros corrientes	0%	0%	1%	0%	0%
Otros activos no financieros corriente	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes	8%	7%	6%	7%	7%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corriente	1%	1%	1%	1%	0%
Inventarios	1%	1%	1%	1%	0%
Activos por impuestos corrientes	1%	1%	1%	2%	1%
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	0%	0%	0%	0%	0%
ACTIVOS CORRIENTES TOTALES	16%	19%	13%	13%	13%
Otros activos financieros no corrientes	1%	1%	0%	0%	0%
Otros activos no financieros no corrientes	0%	0%	1%	0%	1%
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes	1%	1%	1%	4%	6%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas no corriente	0%	0%	0%	0%	1%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	0%	0%	0%	0%	0%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1%	1%	2%	2%	2%
Plusvalía	16%	16%	12%	12%	12%
Propiedades, planta y equipo	64%	63%	71%	68%	63%
Propiedad de inversión	0%	0%	0%	0%	0%
Activos por derecho de uso	0%	0%	0%	1%	1%
Activos por impuestos diferidos	0%	0%	0%	0%	2%
TOTAL DE ACTIVOS NO CORRIENTES	84%	81%	87%	87%	87%
TOTAL DE ACTIVOS	100%	100%	100%	100%	100%
Otros pasivos financieros corrientes	0%	0%	5%	3%	3%
Pasivos por arrendamientos corrientes	0%	0%	0%	0%	0%
Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar corrientes	10%	10%	7%	8%	5%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas corrientes	2%	2%	2%	2%	3%
Otras provisiones corrientes	0%	0%	0%	0%	0%
Pasivos por impuestos corrientes	1%	1%	0%	0%	0%
Otros pasivos no financieros corrientes	0%	1%	1%	1%	1%
PASIVOS CORRIENTES TOTALES	14%	14%	16%	13%	12%
Otros pasivos financieros no corrientes	16%	14%	23%	22%	24%
Pasivos por arrendamientos no corrientes	0%	0%	0%	1%	1%
Otras cuentas por pagar no corrientes	0%	0%	0%	1%	1%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas no corrientes	0%	0%	6%	10%	17%
Otras provisiones no corrientes	1%	1%	1%	2%	3%
Pasivo por impuestos diferidos	4%	3%	4%	3%	2%
Provisiones por beneficios a los empleados no corrientes	1%	1%	1%	1%	1%
Otros pasivos no financieros no corrientes	0%	0%	0%	0%	0%
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	22%	19%	35%	39%	48%
TOTAL PASIVOS	36%	34%	51%	52%	60%
Capital emitido	41%	39%	53%	49%	49%
Ganancias acumuladas	29%	31%	26%	26%	19%
Acciones propias en cartera	0%	0%	-1%	0%	0%
Otras reservas	-19%	-18%	-32%	-31%	-31%
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	51%	52%	46%	44%	37%
Participaciones no controladoras	13%	14%	3%	3%	3%
PATRIMONIO TOTAL	64%	66%	49%	48%	40%
TOTAL DE PATRIMONIO Y PASIVOS	100%	100%	100%	100%	100%

Anexo 10: Estado de Resultados (MUF)

a) Estado de resultados consolidado en MUF

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO GRUPO ENEL CHILE (MUF)	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020 Anualizado
INGRESOS	81,070	93,882	89,138	97,875	91,728
Ventas de Energía	72,951	84,147	79,884	84,984	84,146
Otras Ventas	2,744	4,006	4,475	4,384	2,865
Otras Prestaciones de Servicios	4,496	4,278	3,081	3,340	3,542
Otros Ingresos de Explotación	879	1,451	1,698	5,166	1,175
APROVISIONAMIENTOS Y SERVICIOS	(47,825)	(56,260)	(46,876)	(50,202)	(49,968)
Compras de Energía	(27,930)	(33,675)	(27,122)	(29,505)	(31,034)
Consumo de Combustible	(9,881)	(10,476)	(8,381)	(8,158)	(7,828)
Gastos de Transporte	(5,988)	(5,817)	(6,054)	(6,953)	(5,989)
Otros Aprovevisionamientos Variables y Servicios	(4,024)	(6,292)	(5,319)	(5,586)	(5,117)
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN (MARGEN BRUTO)	33,246	37,622	42,262	47,673	41,761
Trabajos para el Inmovilizado	485	537	606	622	751
Gastos de Personal	(4,099)	(4,534)	(4,467)	(4,578)	(4,598)
Otros Gastos Fijos de Explotación	(5,814)	(6,039)	(6,066)	(6,505)	(6,224)
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN (EBITDA)	23,818	27,586	32,336	37,213	31,690
Depreciaciones y amortizaciones	(5,138)	(5,698)	(7,806)	(8,358)	(8,493)
Pérdidas por Deterioro (Reversiones)	(1,327)	(296)	(28)	(9,917)	(24,323)
Pérdidas por Deterioro (Reversiones) por aplicación de NIIF 9	-	-	(174)	(355)	(622)
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (EBIT)	17,352	21,592	24,327	18,582	(1,747)
Ingresos Financieros	800	808	723	968	1,119
Gastos Financieros	(1,867)	(1,997)	(4,432)	(5,825)	(5,660)
Resultados por Unidades de Reajuste	52	34	108	84	65
Resultados por Hiperinflación	-	-	(137)	(190)	(126)
Diferencias de Cambio Positivas	765	737	1,092	3,047	4,981
Diferencias de Cambio Negativas	(423)	(419)	(1,375)	(3,415)	(5,099)
Resultado de Sociedades Contabilizadas por el Método de Participación	250	(101)	116	13	(6)
Resultado de Otras Inversiones	4,610	3,935	14	9	3
Resultados en Ventas de Activos	1	290	110	54	3
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS (EBT)	21,540	24,881	20,545	13,328	(6,468)
Impuesto Sobre Sociedades	(3,786)	(5,349)	(5,568)	(2,163)	3,474
RESULTADO DEL PERÍODO	17,754	19,532	14,977	11,165	(2,994)
Sociedad Dominante	12,053	13,038	13,122	10,461	(2,817)
Accionistas Minoritarios	5,701	6,494	1,855	704	(177)

b) Estado de resultados consolidado en porcentaje

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO GRUPO ENEL CHILE (%)	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020 Anualizado
INGRESOS	100%	100%	100%	100%	100%
Ventas de Energía	90%	90%	90%	87%	92%
Otras Ventas	3%	4%	5%	4%	3%
Otras Prestaciones de Servicios	6%	5%	3%	3%	4%
Otros Ingresos de Explotación	1%	2%	2%	5%	1%
APROVISIONAMIENTOS Y SERVICIOS	-59%	-60%	-53%	-51%	-54%
Compras de Energía	-34%	-36%	-30%	-30%	-34%
Consumo de Combustible	-12%	-11%	-9%	-8%	-9%
Gastos de Transporte	-7%	-6%	-7%	-7%	-7%
Otros Aprovechamientos Variables y Servicios	-5%	-7%	-6%	-6%	-6%
MARGEN DE CONTRIBUCIÓN	41%	40%	47%	49%	46%
Trabajos para el Inmovilizado	1%	1%	1%	1%	1%
Gastos de Personal	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Otros Gastos Fijos de Explotación	-7%	-6%	-7%	-7%	-7%
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN	29%	29%	36%	38%	35%
Depreciaciones y amortizaciones	-6%	-6%	-9%	-9%	-9%
Pérdidas por Deterioro (Reversiones)	-2%	0%	0%	-10%	-27%
Pérdidas por Deterioro (Reversiones) por aplicación de NIIF 9	0%	0%	0%	0%	-1%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	21%	23%	27%	19%	-2%
Ingresos Financieros	1%	1%	1%	1%	1%
Gastos Financieros	-2%	-2%	-5%	-6%	-6%
Resultados por Unidades de Reajuste	0%	0%	0%	0%	0%
Resultados por Hiperinflación	0%	0%	0%	0%	0%
Diferencias de Cambio Positivas	1%	1%	1%	3%	5%
Diferencias de Cambio Negativas	-1%	0%	-2%	-3%	-6%
Resultado de Sociedades Contabilizadas por el Método de Participación	0%	0%	0%	0%	0%
Resultado de Otras Inversiones	6%	4%	0%	0%	0%
Resultados en Ventas de Activos	0%	0%	0%	0%	0%
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	27%	27%	23%	14%	-7%
Impuesto Sobre Sociedades	-5%	-6%	-6%	-2%	4%
RESULTADO DEL PERÍODO	22%	21%	17%	11%	-3%
Sociedad Dominante	15%	14%	15%	11%	-3%
Accionistas Minoritarios	7%	7%	2%	1%	0%

Anexo 11: Estado de flujos de efectivo (MUF)

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO DIRECTO (MUF)	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019	Jun 2020 Anualizado
Clases de cobros por actividades de operación	103.365	118.256	111.384	109.233	103.818
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	103.084	117.434	110.203	107.855	101.907
Cobros procedentes de primas y prestaciones, anualidades y otros beneficios de pólizas suscritas	150	254	334	1.064	1.110
Cobros derivados de arrendamiento y posterior venta de esos activos	-	-	-	280	441
Otros cobros por actividades de operación	132	568	847	33	361
Clases de pagos	(85.805)	(94.538)	(84.701)	(82.962)	(82.013)
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(68.510)	(77.182)	(69.717)	(67.952)	(68.360)
Pagos procedentes de contratos mantenidos para intermediación o para negociar	-	-	-	-	-
Pagos a y por cuenta de los empleados	(4.265)	(4.806)	(4.351)	(4.596)	(4.661)
Pagos por primas y prestaciones, anualidades y otras obligaciones derivadas de las pólizas suscritas	(654)	(577)	(570)	(594)	(1.050)
Pagos por fabricar o adquirir activos mantenidos para arrendar a otros y posteriormente para vender	-	-	-	(1.400)	(2.278)
Otros pagos por actividades de operación	(8.206)	(4.866)	(4.983)	(5.457)	(5.671)
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	(4.032)	(6.830)	(4.880)	(2.924)	(15)
Otras entradas (salidas) de efectivo	(137)	(276)	(201)	(39)	21
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	17.561	23.719	26.683	26.270	21.805
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias u otros negocios	0	-	-	-	-
Flujos de efectivo utilizados en la adquisiciones de participaciones no controladoras	-	-	(58.925)	-	-
Otros cobros por la venta de patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	5.121	4.313	-	-	-
Otros pagos para adquirir patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	-	-	-	(5)	(5)
Otros pagos para adquirir participaciones en negocios conjuntos	(89)	(73)	-	-	-
Préstamos a entidades relacionadas	(2.746)	(6.021)	(1.376)	-	-
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	2	165	168	31	30
Compras de propiedades, planta y equipo	(5.946)	(9.927)	(10.903)	(10.609)	(11.809)
Compras de activos intangibles	-	-	-	(732)	(1.197)
Pagos derivados de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera	(279)	(291)	(54)	(267)	(229)
Cobros procedentes de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera	0	31	13	97	91
Cobros a entidades relacionadas	2.741	6.021	2.768	-	-
Dividendos recibidos	330	33	55	228	83
Intereses recibidos	207	283	241	213	121
Otras entradas (salidas) de efectivo	-	-	(245)	40	40
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	(660)	(5.466)	(68.257)	(11.004)	(12.874)
Importes procedentes de la emisión de acciones	-	-	24.154	-	-
Pagos por adquirir o rescatar las acciones de la entidad	-	-	(2.626)	-	-
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	5.195	-	56.802	-	-
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	0	-	-	-	-
Préstamos de entidades relacionadas	1	5.597	-	10.026	16.884
Pagos de préstamos	(5.232)	(207)	(29.730)	(11.138)	(3.557)
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	(55)	-	-	-	-
Pagos de pasivos por arrendamientos	-	(97)	(69)	(159)	(150)
Pagos de préstamos a entidades relacionadas	(6.355)	(5.597)	-	-	-
Dividendos pagados	(5.422)	(9.732)	(8.394)	(8.353)	(8.666)
Intereses pagados	(1.491)	(1.635)	(4.228)	(4.749)	(4.591)
Otras entradas (salidas) de efectivo	(213)	(181)	(845)	(1.185)	(1.288)
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	(13.573)	(11.851)	35.064	(15.558)	(1.367)
Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	3.327	6.402	(6.510)	(292)	7.564
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	(102)	71	188	(44)	388
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	3.225	6.473	(6.322)	(335)	7.952
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	6.111	9.180	15.217	8.660	8.213
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	9.337	15.652	8.894	8.325	16.165

Anexo 12: Detalle de las regresiones para cálculo de Beta Patrimonial

Estadísticas de la regresión año 2018							
Coefficiente de correlación múltiple	0.507043824						
Coefficiente de determinación R ²	0.25709344						
R ² ajustado	0.249737929						
Error típico	0.024242602						
Observaciones	103						
ANÁLISIS DE VARIANZA							
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F		
Regresión	1	0.020541711	0.020541711	34.9524944	4.61735E-08		
Residuos	101	0.059358077	0.000587704				
Total	102	0.079899788					
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%
Intercepción	-0.004022258	0.00242071	-1.661602584	0.09969347	-0.008824295	0.000779779	-0.008824295
r_IGPA	0.795061987	0.134481301	5.912063463	4.6174E-08	0.52828726	1.061836713	0.52828726

Estadísticas de la regresión año 2019							
Coefficiente de correlación múltiple	0.614481655						
Coefficiente de determinación R ²	0.377587705						
R ² ajustado	0.371425207						
Error típico	0.020203727						
Observaciones	103						
ANÁLISIS DE VARIANZA							
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F		
Regresión	1	0.025010596	0.025010596	61.2718587	5.06344E-12		
Residuos	101	0.041222725	0.000408191				
Total	102	0.066237847					
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%
Intercepción	-0.001738919	0.001991798	-0.87303979	0.38471231	-0.005690111	0.002212273	-0.005690111
r_IGPA	0.878991869	0.112293426	7.827634297	5.0634E-12	0.65623192	1.101751819	0.65623192

Estadísticas de la regresión año 2020							
Coefficiente de correlación múltiple	0.752187559						
Coefficiente de determinación R ²	0.565786124						
R ² ajustado	0.561486977						
Error típico	0.031285731						
Observaciones	103						
ANÁLISIS DE VARIANZA							
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F		
Regresión	1	0.128813859	0.128813859	131.604266	5.28732E-20		
Residuos	101	0.098858495	0.000978797				
Total	102	0.227672354					
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%
Intercepción	0.002460537	0.003092436	0.795662981	0.42809398	-0.003674024	0.008595098	-0.003674024
r_IGPA	1.008702685	0.087928202	11.47189027	5.2873E-20	0.834276785	1.183128585	0.834276785