



VALORACIÓN DE ENEL DISTRIBUCIÓN PERÚ S.A.A
(EX EDELNOR S.A.A.)
Método de Flujo de Caja Descontado

VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS

Alumno: Carlos Meza Aguilera

Profesor Guía: Marcelo González Araya

Santiago, Abril 2020

DEDICATORIA

Para mi mujer Catalina, gracias por ser mi fuente de apoyo y amor incondicional.

Para mis padres quienes son y serán siempre mi ejemplo de lucha y perseverancia.

AGRADECIMIENTOS

A mi equipo de trabajo Confuturo y mis compañeros de magister Cristian y Manuel, por apoyarme en esta etapa de crecimiento profesional y a mi Profesor guía Marcelo González, quien confió en mí y me ayudo en mi formación durante este programa de magister.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1.	RESUMEN EJECUTIVO.....	1
2.	PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN	2
2.1	MODELO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS	2
2.2	MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS.....	3
2.3	MÉTODO DE MÚLTIPLOS	6
3.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	8
3.1.	FICHA DE LA COMPAÑÍA.....	8
3.2.	HISTORIA DE LA COMPAÑÍA.....	9
3.3.	ESTRUCTURA ACCIONARIA	9
3.4.	LÍNEA DE NEGOCIOS Y CLIENTES	10
3.5.	SECTOR ELÉCTRICO EN PERÚ.....	11
4.	DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO.....	13
4.1	FINANCIAMIENTO PRINCIPAL.....	13
4.2	PRINCIPAL USO DE FINANCIAMIENTO	14
5.	ESTIMACIÓN DE ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	15
5.1	DEUDA FINANCIERA	15
5.2	PATRIMONIO ECONÓMICO.....	15
5.3	VALOR ECONÓMICO DE LA EMPRESA.....	16
5.4	ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO.....	17
6.	ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	18
6.1	BETA DE LA ACCIÓN	18
6.2	COSTO DE LA DEUDA.....	19
6.3	BETA DE LA DEUDA.....	20
6.4	BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA.....	21
6.5	BETA PATRIMONIAL CON DEUDA	21
6.6	COSTO PATRIMONIAL	22
6.7	COSTO DE CAPITAL.....	23
7.	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA.....	24

7.1 ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICOS	24
7.2 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO	25
7.2.1 CRECIMIENTO INGRESOS.....	25
7.2.2 CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA Y PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO...	26
7.3 ANÁLISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN.....	30
7.3.1 COSTOS OPERATIVOS.....	31
7.3.2 OTROS COSTOS OPERATIVOS.....	31
7.3.3 GASTOS DE ADMINISTRACIÓN.....	32
7.3.4 GASTOS DE VENTAS.	32
7.4 ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES	33
7.4.1 OTROS INGRESOS.....	33
7.4.2 OTROS GASTOS:.....	34
7.4.3 INGRESOS FINANCIEROS.....	34
7.4.4 GASTOS FINANCIEROS	35
7.5 ANÁLISIS DE ACTIVOS	35
8. PROYECCIÓN DE EERR	38
8.1 PROYECCIÓN DE INGRESOS DE OPERACIÓN.....	38
8.2 PROYECCIÓN DE COSTOS DE OPERACIÓN	39
8.2.1 PROYECCIÓN COSTOS DE OPERACIÓN	39
8.2.2 PROYECCIÓN DE RESULTADOS NO OPERACIONAL.....	40
8.3 PROYECCIÓN DE RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	40
8.4 PROYECCIÓN DE IMPUESTOS CORPORATIVOS	41
8.5 PROYECCIÓN DE PERDIDAS O GANANCIAS	41
9. PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA LIBRE.....	42
9.1 DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACION	42
9.2 FLUJO DE CAJA BRUTO.....	43
9.3 INVERSIÓN EN REPOSICIÓN	43
9.4 NUEVA INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO.....	44
9.5 INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO	45
9.5.1 CÁLCULO DE CTON.....	46

9.5.2 ESTIMACIÓN DÉFICIT CAPITAL DE TRABAJO.....	47
9.6 PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA DESCONTADOS.....	47
9.7 ESTIMACIÓN DEL VALOR TERMINAL.....	48
10. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN	49
10.1 VALORIZACIÓN A VALOR PRESENTE	49
10.2 ACTIVOS PRESCINDIBLES	49
10.3 DEUDA FINANCIERA	50
10.4 VALORIZACIÓN Y PRECIO DE ACCIÓN	50
11. CONCLUSIONES.....	51
12. BIBLIOGRAFÍA	52
12.1 INFORMES Y ESTUDIOS UTILIZADOS	52
12.2 SITIOS WEB DE CONSULTA.....	52
13. ANEXOS.....	53
13.1 ANEXO N°1: BENCHMARK INDUSTRIA DE DISTRIBUCIÓN DE ENERGÍA.....	53
13.2 ANEXO N°2: DETALLE DE EMISION DE BONOS	55

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1: DESCRIPCIÓN COMPAÑIA.....	8
TABLA 2: DISTRIBUCIÓN CLIENTES.....	10
TABLA 3: PROGRAMA DE BONOS	13
TABLA 4: DEUDA FINANCIERA	15
TABLA 5: PATRIMONIO ECONÓMICO HISTÓRICO.....	16
TABLA 6: VALOR ECONÓMICO EMPRESA	16
TABLA 7: ESTRUCTURA CAPITAL OBJETIVO	17
TABLA 8: BETA PATRIMONIAL 2017-2019.....	18
TABLA 9: DETERMINACIÓN COSTO DEUDA.....	19
TABLA 10: ESTADO DE RESULTADOS.....	24
TABLA 11: VARIACIÓN % ANUAL PIB NACIONAL Y PIB ELECT. Y AGUA	27
TABLA 12: VARIACIÓN % MENSUAL PIB NACIONAL Y PIB ELECT. Y AGUA.....	27
TABLA 13: PROYECCIÓN INDUSTRIA ELÉCTRICA.....	29
TABLA 14: COSTOS DE DISTRIBUCIÓN DE ENERGÍA.....	31
TABLA 15: OTROS COSTOS OPERATIVOS.....	31
TABLA 16: GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	32
TABLA 17: GASTOS DE VENTAS.....	32
TABLA 18: OTROS INGRESOS.....	33
TABLA 19: OTROS GASTOS	34
TABLA 20: INGRESOS FINANCIEROS.....	34
TABLA 21: GASTOS FINANCIEROS	35
TABLA 22: CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS.....	36
TABLA 23: CRECIMIENTO DE INGRESOS.....	38
TABLA 24: PROYECCIÓN DE INGRESOS	38
TABLA 25: PROYECCIÓN COSTOS DE OPERACIÓN.....	39
TABLA 26: PROYECCIÓN DE GASTOS.....	39
TABLA 27: PROYECCIÓN RESULTADO NO OPERACIONAL	40
TABLA 28: PROYECCIÓN RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS.....	40
TABLA 29: PROYECCIÓN DE IMPUESTOS.....	41
TABLA 30: PROYECCIÓN DE UTILIDAD NETA.....	41
TABLA 31: DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	42
TABLA 32: PROYECCIÓN DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN.....	42
TABLA 33: PROYECCIÓN FLUJO DE CAJA BRUTO	43
TABLA 34: INVERSIÓN EN REPOSICIÓN	43
TABLA 35: PROYECCIÓN DE INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO.....	45
TABLA 36: CUENTA POR PAGAR EMPRESAS RELACIONADAS	46
TABLA 37: ESTIMACIÓN DE CTON	46
TABLA 38: ESTIMACION DE SUPERÁVIT O DÉFICIT DE CAPITAL DE TRABAJO	47
TABLA 39: FLUJO DE CAJA TOTAL PROYECTADO	47

TABLA 40: PERPETUIDAD Y VALOR TERMINAL.....	48
TABLA 41: ACTIVOS PRESCINDIBLES.....	49
TABLA 42: DEUDA FINANCIERA.....	50
TABLA 43: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA Y PRECIO DE ACCIÓN.....	50

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: DISTRIBUCIÓN CLIENTES	10
GRÁFICO 2: VARIACIÓN DE INGRESOS OPERATIVOS	25
GRÁFICO 3: VARIACIÓN ANUAL PIB NACIONAL Y PIB ELECT. Y AGUA.....	26
GRÁFICO 4: VARIACIÓN MENSUAL PIB NACIONAL Y PIB ELECT. Y AGUA.....	27
GRÁFICO 5: PRODUCCIÓN SEIN (GWH).....	28
GRÁFICO 6: POTENCIA INSTALADA (MW).....	28
GRÁFICO 7: VARIACIÓN Y PROYECCIÓN DE PIB, PRODUCCIÓN Y POTENCIA.....	30
GRÁFICO 8: INVERSIÓN CAPEX HISTÓRICA	44

1. RESUMEN EJECUTIVO

En el siguiente informe se presenta una descripción general de la compañía Enel Distribución Perú S.A.A. al 30 de junio de 2019 y se mostrará la estimación del valor de la empresa utilizando la metodología de Flujo de Caja Descontado.

Enel Distribución Perú S.A.A. (en 2016 cambio su nombre desde Edelnor S.A.A) es una empresa de Perú creada a inicios de 1994, dedicada a la distribución y comercialización del servicio público de electricidad en la ciudad de Lima, abarcando una zona de distribución de 1,550 km² y una atención a 1.42 millones de clientes atendidos. Su accionista principal es el Grupo Enel que posee el 83.15% del total de las acciones emitidas.

La estimación del valor de la empresa se desarrolló mediante un análisis de las características de la industria, la estructura financiera de la compañía, sus resultados y las perspectivas de crecimiento que se esperan para los años 2020, 2021, 2022 y 2023.

Enel Distribución Perú S.A.A. al 30 de junio de 2019 posee un total de activos de S/000 \$4,593,306, una deuda financiera de S/000 S\$1,503,021 con un costo (k_b) de 5.46%, un costo patrimonial (k_p) de 10.32% calculado con los antecedentes de la compañía mediante CAPM, los cuales junto a otros antecedentes entregados en el presente informe permitirán obtener un costo de capital (k_0) de 8.45%.

El resultado mostrará al 30 de junio de 2019 una valorización de activos operacionales de S/000 \$4,790,994, un patrimonio económico de S/000 \$3,257,341 y un precio de la acción estimado de S\$ 5.10, valor menor al registrado en el precio mercado en igual fecha.

2. PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

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 *research* 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.

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

2.1 MODELO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

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

² Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

2.2 MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

³ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor

completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

2.3 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 acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los 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, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos⁵:

Múltiplos de Ganancias:

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

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

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, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. 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.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

3.1. FICHA DE LA COMPAÑÍA

TABLA 1: DESCRIPCIÓN COMPAÑÍA

RAZON SOCIAL	ENEL DISTRIBUCIÓN PERÚ S.A.A. (Ex EDELNOR S.A.A.)								
RUC (REGISTRO ÚNICO DE CONTRIBUYENTE)	20269985900								
NEMOTECNICO	ENDISPC1 - Bolsa de Valores de Lima (BVL)								
INDUSTRIA (1)	Generación, captación y distribución de energía eléctrica								
REGULACION	<ul style="list-style-type: none"> · Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) · Organismo Supervisor de la Inversión de Energía y Minería (Osinergmin) · Comisión de Tarifas Eléctricas (CTE) · Organismo de Evaluación y Fiscalización Ambiental (OEFA) · Dirección General de Electricidad (DGE) 								
TIPO DE OPERACIÓN	<p>ENEL Distribución Perú S.A.A. Es una sociedad anónima abierta que tiene por objetivo la actividad de distribución y comercialización de energía eléctrica para la zona norte de Lima Metropolitana, la provincia constitucional del Callao y las provincias de Huaura, Huaral, Barranca y Oyón. La empresa abarca una zona de 1,550 Km² y distribuye energía a más de 1,420,000 clientes.</p>								
FILIALES	No posee								
CLASIFICACIÓN DE RIESGO	AAA.pe (Class&Asociados)/ AAA.pe (PCR Rating)								
MAYORES ACCIONISTAS (Información a Junio 2019)	<table border="0"> <tr> <td>· Enel Perú S.A.C.</td> <td style="text-align: right;">83.15%</td> </tr> <tr> <td>· AFP Integra S.A. Fondos 1,2 y 3</td> <td style="text-align: right;">8.06%</td> </tr> <tr> <td>· Profuturo AFP</td> <td style="text-align: right;">3.03%</td> </tr> <tr> <td>· Otros Accionistas</td> <td style="text-align: right;">5.76%</td> </tr> </table>	· Enel Perú S.A.C.	83.15%	· AFP Integra S.A. Fondos 1,2 y 3	8.06%	· Profuturo AFP	3.03%	· Otros Accionistas	5.76%
· Enel Perú S.A.C.	83.15%								
· AFP Integra S.A. Fondos 1,2 y 3	8.06%								
· Profuturo AFP	3.03%								
· Otros Accionistas	5.76%								

Fuente: Elaboración propia con Memoria Anual 2018 Enel Distribución Perú S.A.A. y Bolsa de Valores de Lima.

3.2. HISTORIA DE LA COMPAÑÍA

A inicios de 1994, como resultado de un proceso de promoción de inversión privada creado por el Estado Peruano, se crearon las empresas: Distribución Eléctrica de Lima Norte S.A. (Edelnor S.A.) y Empresa de Distribución Eléctrica de Chancay S.A. (Chancay).

Inversiones Distrilima S.A.C (perteneciente al grupo Enersis Chile) adquirió un 60% de las acciones de ambas empresas entre julio 1994 (Edelnor S.A.) y diciembre de 1995 (Chancay).

En 1996, las empresas Edelnor S.A. y Chancay se fusionaron, formando la Empresa de Distribución Eléctrica de Lima Norte S.A.A. (Edelnor S.A.A.)

En 2016, Edelnor S.A.A. cambia de nombre a Enel Distribución Perú S.A.A., de igual manera en que el grupo ha cambiado su nombre corporativo (Grupo Enel).

3.3. ESTRUCTURA ACCIONARIA

Al 30 de junio de 2019, el capital de la sociedad está representado por 638,563,900 acciones comunes, de serie única íntegramente suscritas y pagadas. Estas acciones gozan de igual derechos y obligaciones.

El accionista principal de la sociedad Enel Distribución Perú S.A.A. con el 83.15% del total de acciones es Enel Perú S.A.C. (ex Inversiones Distrilima S.A.C), quien es parte de Enel Américas S.A., quien a su vez es parte del Grupo Enel.

Con un porcentaje menor de participación (8.06%) esta AFP Integra S.A.(Grupo Sura), con participación en la sociedad mediante los Fondos 1,2 y 3 y AFP Profuturo con una participación del 3.03% mediante los fondos 1,2 y 3.

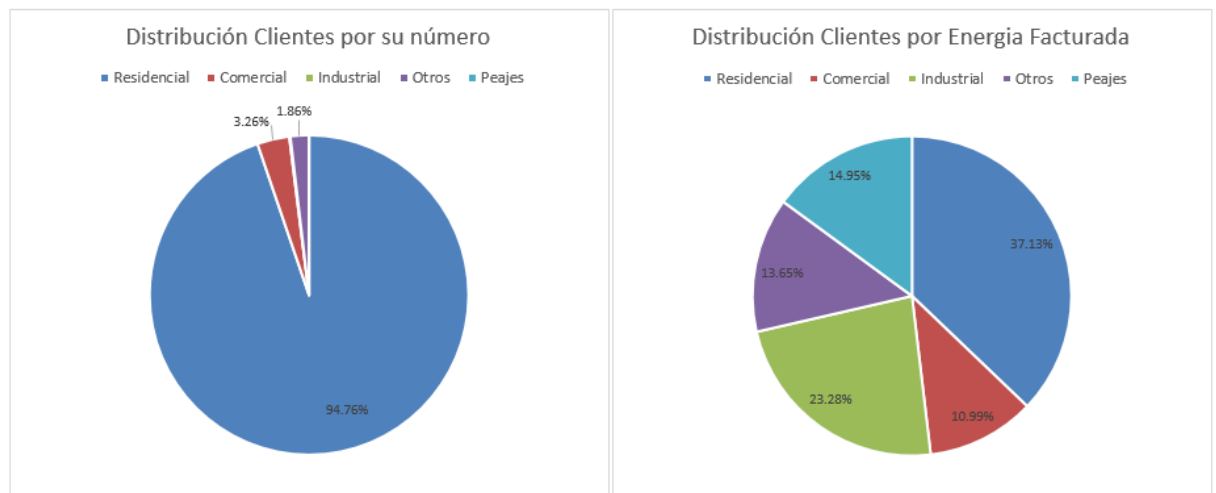
Finalmente se encuentran otros accionistas que concentran el 5.76% de acciones comunes.

3.4. LÍNEA DE NEGOCIOS Y CLIENTES

El negocio principal de la sociedad es la distribución y comercialización del servicio público de electricidad en la ciudad de Lima, este mercado se encuentra dividido en dos zonas geográficas, siendo la zona norte donde posee la concesión Enel Distribución Perú S.A.A. (zona de 1,550km²) y la zona sur ha sido entregada en concesión a la empresa Luz del Sur S.A.A. Estas empresas de acuerdo a los criterios geográficos no compiten entre ellas.

Los clientes atendidos por Enel Distribución Perú S.A.A alcanzan 1.42 millones, los que se distribuyen al cierre de 2018 de la siguiente manera:

GRÁFICO 1: DISTRIBUCIÓN CLIENTES



Fuente: Elaboración propia con datos de memoria Anual 2018 Enel Distribución Perú S.A.A

A nivel de energía distribuida y ventas la distribución por clientes se distribuye de la siguiente manera:

TABLA 2: DISTRIBUCIÓN CLIENTES

Cliente	GWh			Millones de Soles		
	Dic. 17	Dic. 18	Var. %	Dic. 17	Dic. 18	Var. %
Residencial	2,920	2,987	2.29%	1,403	1,508	7.48%
Comercial	1,002	884	-11.78%	382	367	-3.93%
Industrial	1,697	1,873	10.37%	533	550	3.19%
Otros	1,214	1,098	-9.56%	357	408	14.29%
Peajes	1,123	1,203	7.12%	34	41	20.59%
Total	7,956	8,045	1.12%	2,709	2,874	6.09%

Fuente: Memoria Anual 2018 Enel Distribución Perú S.A.A

3.5. SECTOR ELÉCTRICO EN PERÚ

En Perú de igual forma que en otros países, se deben identificar que el sector se encuentra dividido en tres grupos:

1. Entidades de Regulación (Organismos Normativos y Supervisores):

Dentro de este grupo se encuentra:

- a. Ministerio de Energía y Minas (Minem): Es el organismo encargado de definir las políticas de energía del país y es la autoridad competente para el otorgamiento y la caducidad de las autorizaciones y concesiones para las actividades de generación, transmisión y distribución.
- b. Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería (Osinerghin): Encargado de regular y fiscalizar el cumplimiento de las normas en el sector de electricidad, hidrocarburos y minería. Adicionalmente, es encargado de hacer cumplir las obligaciones establecidas en los contratos de concesión.
 - i. Gerencia de Regulación Tarifaria Osinerghin: Determina las tarifas reguladas de los tres subsectores (ver punto 2)
- c. Comité de Operación Económica del Sistema (COES) del Sistema interconectado Nacional (SINAC): Encargado de coordinar la operación del sistema al mínimo costo, preservando la seguridad del sistema y la mejor utilización de los recursos energéticos.

2. Empresas Eléctricas: En este grupo se debe realizar la separación en las actividades que realizan las empresas. En Perú la ley N°25844 o ley de Concesiones Eléctricas, divide el sector en tres subsectores:

- a. Generación
- b. Transmisión
- c. Distribución (Ver anexo 1: Benchmark industria)

3. Clientes: Aquellos que compran el servicio de energía, en donde dependiendo de la potencia contratada pueden ser:

- a. **Residenciales:** Clientes cuyo consumo de energía eléctrica es generalmente de uso doméstico y su nivel de demanda de potencia es hasta 50kW.

b. Grandes Clientes

- i.** Clientes Institucionales: Entidades del estado, Municipalidades, gobiernos regionales y empresas de telefonía.
- ii.** Clientes Libres: Son aquellos clientes que no están sujetos a régimen de regulación por precios de energía y potencia consumida, esto les permite negociar los precios de forma individual y su contratación es superior a 2.5MW. Para el caso de clientes con contratación mayor a 2.0 MW e inferior a 2.5MW pueden elegir ser clientes libres o regulados.

4. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO

4.1 FINANCIAMIENTO PRINCIPAL

Enel Distribución Perú S.A.A. posee una estructura de financiamiento determinada principalmente en Bonos corporativos, en donde destaca al 30 de junio de 2019 un total de tres programas de emisiones.

TABLA 3: PROGRAMA DE BONOS

Programa	Emisión y/o Serie	Tasa	Fecha de Vencimiento	Monto Autorizado y utilizado S/000	Saldo a jun-19 en S/000
Cuarto Programa de Bonos Corporativos	Quinta emisión - Serie A	7.438%	ago-20	30,000	30,000
	Cuarta emisión - Serie A	7.031%	ene-19	20,000	-
	Novena emisión - Serie A	6.281%	abr-22	40,000	40,000
	Décimo primera emisión - Serie A	6.063%	may-32	50,000	50,000
	Décimo tercera emisión - Serie A	5.563%	ago-22	50,000	50,000
	Décimo quinta emisión - Serie A	5.000%	nov-25	40,000	40,000
	Décimo segunda emisión - Serie A	5.125%	ene-33	50,000	50,000
Quinto Programa de Bonos Corporativos	Primera emisión - Serie A	6.750%	ago-20	50,000	50,000
	Quinta emisión - Serie A	7.281%	ago-38	35,500	35,500
	Primera emisión - Serie B	6.500%	nov-20	50,000	50,000
	Octava emisión - Serie A	7.375%	nov-38	60,000	60,000
	Novena emisión - Serie A	6.781%	abr-21	100,000	100,000
	Décima emisión - Serie A	6.344%	jun-23	60,000	60,000
	Décimo primera emisión - Serie A	5.844%	jun-19	100,000	-
	Segunda emisión - Serie A	6.344%	sept-24	80,000	80,000
	Décimo séptima - Serie A	6.125%	jul-19	70,000	70,000
	Décimo novena - Serie A	8.125%	mar-29	70,000	70,000
	Vigésima - Serie A	6.094%	jul-23	100,000	100,000
	Vigésima primera - Serie A	6.000%	oct-24	72,405	72,405
Sexto Programa de Bonos Corporativos	Primera emisión - Serie A	5.719%	nov-25	100,000	100,000
	Segunda emisión - Serie A	5.375%	mar-26	100,000	100,000
	Tercera emisión - Serie A	5.906%	may-28	130,000	130,000
				Total	1,337,905

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros al 30-06-2019.

4.2 PRINCIPAL USO DE FINANCIAMIENTO

El uso de fondos de los programas de bonos corporativos emitidos por Enel Distribución Perú S.A.A. es el siguiente:

- Cuarto programa de Emisión: Recursos utilizados para el financiamiento de las principales obligaciones de la compañía, en donde se incluye el pago parcial o total de deuda existente anterior a la emisión del programa.
- Quinto Programa de Emisión: Recursos utilizados para cubrir vencimiento de otros instrumentos de deuda y cobertura de nuevas inversiones generadas a partir de 2013-2014.
- Sexto Programa de Emisión: Los recursos captados en este programa de emisión serán utilizados en refinanciamiento de deuda financiera (51.03%) y se utilizarán un 48.97% de los recursos para cubrir nuevas inversiones a partir de 2019.

Revisar Anexo 2 para mayor detalle respecto a las principales características de cada emisión de los programas

5. ESTIMACIÓN DE ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1 DEUDA FINANCIERA

Para realizar la estimación de estructura de capital de Enel Distribución Perú S.A.A. se han analizado los estados financieros. Al 30 de junio de 2019 la Deuda financiera total alcanza \$1,503,021 (S/000), en donde un 89.01% corresponde a bonos corporativos.

TABLA 4: DEUDA FINANCIERA

	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	30/06/2019
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Bonos	134,910	85,200	136,288	-	190,000	70,000
Préstamos Bancario	-	60,000	10,000	160,000	-	-
Arrendamientos Financieros	8,140	9,021	8,661	4,795	10,885	17,149
Otros Pasivos Financieros corrientes	143,050	154,221	154,949	164,795	200,885	87,149
Bonos	999,700	984,500	1,127,905	1,227,905	1,137,905	1,267,905
Préstamos Bancarios	120,000	120,000	160,000		75,000	75,000
Arrendamientos Financieros	6,025	3,651	3,609	10,208	67,406	72,967
Otros Pasivos Financieros no corrientes	1,125,725	1,108,151	1,291,514	1,238,113	1,280,311	1,415,872
Deuda Financiera	1,268,775	1,262,372	1,446,463	1,402,908	1,481,196	1,503,021

Fuente: Elaboración propia con Estados Financieros y notas explicativas de Enel Distribución Perú S.A.A

5.2 PATRIMONIO ECONÓMICO

El patrimonio económico de Enel Distribución Perú S.A.A. considera el precio de cierre de cada acción y las acciones que la compañía ha emitido en cada ejercicio.

TABLA 5: PATRIMONIO ECONÓMICO HISTÓRICO

Años	Acciones	Precio Acción S/\$	Patrimonio Económico (P)	Patrimonio Económico (P) S/000
31/12/2014	638,563,900	6.00	3,831,383,400	3,831,383
31/12/2015	638,563,900	4.95	3,160,891,305	3,160,891
31/12/2016	638,563,900	6.16	3,933,553,624	3,933,554
31/12/2017	638,563,900	5.64	3,601,500,396	3,601,500
31/12/2018	638,563,900	5.33	3,403,545,587	3,403,546
30/06/2019	638,563,900	5.38	3,435,473,782	3,435,474

Fuente: Elaboración propia con Estados Financieros, notas explicativas de Enel Distribución Perú S.A.A. y la Bolsa de valores de Lima.

5.3 VALOR ECONÓMICO DE LA EMPRESA

El valor económico es determinado considerando la deuda financiera y el patrimonio económico de cada año. Adicionalmente el valor será ajustado considerando el Índice de Precios al Consumidor Nacional de Perú, de esta forma se obtendrá el valor actualizado de cada uno de los ítems.

TABLA 6: VALOR ECONÓMICO EMPRESA

	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	30/06/2019
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Deuda Financiera (B)	1,268,775	1,262,372	1,446,463	1,402,908	1,481,196	1,503,021
Ajuste IPC	113.20%	108.71%	105.19%	103.64%	101.12%	100.00%
Deuda Financiera (B)	1,436,202	1,372,279	1,521,550	1,453,957	1,497,796	1,503,021

	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	30/06/2019
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Patrimonio Económico (P)	3,831,383	3,160,891	3,933,554	3,601,500	3,403,546	3,435,474
Ajuste IPC	113.20%	108.71%	105.19%	103.64%	101.12%	100.00%
Patrimonio Económico (P)	4,336,972	3,436,090	4,137,746	3,732,552	3,441,691	3,435,474

Fuente: Elaboración propia con Estados Financieros de Enel Distribución Perú S.A.A. y datos IPC obtenidos del INEI (Instituto Nacional de Estadísticas e Informática)

	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	30/06/2019
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Deuda Financiera (B)	1,436,202	1,372,279	1,521,550	1,453,957	1,497,796	1,503,021
Patrimonio Económico (P)	4,336,972	3,436,090	4,137,746	3,732,552	3,441,691	3,435,474
Valor de Activos (P + B)	5,773,174	4,808,368	5,659,296	5,186,509	4,939,487	4,938,495

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos en cuadros de deuda y patrimonio.

5.4 ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO

En base a los datos obtenidos en endeudamiento y patrimonio se determinó la estructura de capital para cada periodo y la estructura de capital promedio

TABLA 7: ESTRUCTURA CAPITAL OBJETIVO

	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	30/06/2019	Promedio
B/V	24.88%	28.54%	26.89%	28.03%	30.32%	30.43%	28.84%
P/V	75.12%	71.46%	73.11%	71.97%	69.68%	69.57%	71.16%
B/P	33.12%	39.94%	36.77%	38.95%	43.52%	43.75%	40.53%

Fuente: Elaboración propia.

6. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y DE CAPITAL DE LA EMPRESA

En la presente sección se realizará el cálculo del Costo Patrimonial de la acción de Enel Distribución Perú S.A.A. y el Costo de Capital, para lo cual será necesario estimar el costo de la deuda (k_b), Beta de la deuda (β_b), Beta de la acción ($\beta_p^{C/D}$), Beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$) y Beta patrimonial con deuda considerando la estructura de capital objetivo de Enel Distribución Perú S.A.A. ($\beta_p^{C/D}$):

6.1 BETA DE LA ACCIÓN

Para determinar inicialmente el beta de la acción (patrimonial) de Enel Distribución Perú S.A.A. se utilizó dos años de retornos semanales entre los años 2017 y 2019 (al 30 de junio de cada año) de la acción de la compañía en la bolsa de valores de Lima y los retornos del índice S&P /BVL Perú General, los cuales fueron utilizados bajo el siguiente modelo de mercado:

$$R_{it} = \alpha + \beta * R_{mt} + \epsilon_t$$

Rit: Retornos de la acción de Enel Distribución Perú S.A.A.

Rmt: Considera los retornos del S&P /BVL Perú General

A continuación se presentan los betas patrimoniales obtenidos para los años 2017, 2018 y 2019:

TABLA 8: BETA PATRIMONIAL 2017-2019

	2017	2018	2019
Beta de la Acción	0.69	0.65	0.55
p-value (significancia)	0.00	0.00	0.00
Presencia Bursátil (%)	61.11	60.56	47.78
Registros	104	105	104

Fuente: Elaboración propia con la utilización del modelo de mercado definido y los datos obtenidos de la Bolsa de Valores de Lima

Los resultados obtenidos de los cálculos muestran un beta de la acción $(\beta_p^{C/D})$ al 30 de junio 2019 de 0.55, la acción posee un menor riesgo y volatilidad que el índice, esto muestra la estabilidad del sector y de Enel Distribución Perú S.A.A. que posee tarifas reguladas y una alta participación de mercado. El resultado además muestra valores significativos para todos los periodos, ya que los niveles de p-value en todos los casos permiten rechazar la hipótesis nula (Beta=0)

6.2 COSTO DE LA DEUDA

A través de Bloomberg se realizó la búsqueda de los bonos de Enel Distribución Perú S.A.A. que presentan mayor duración y posteriormente se identificó de uno de ellos la tasa YTM (Yield to Maturity) al 30 de junio de 2019. Al revisar las emisiones realizadas por la empresa se seleccionó un bono serie A correspondiente a la quinta emisión:

TABLA 9: DETERMINACIÓN COSTO DEUDA

Bono ENEL Distribución Perú	
TIPO	Renta Fija
ISIN	PEP70101M555
NEMONICO	EDEL5BC5A
EMISION	QUINTA EMISION SERIE A
MONEDA	Soles
MONTO EMITIDO S/.	35,500,000
TASA	7.28%
Fecha Emisión	23/08/2013
Fecha Vencimiento	23/08/2038
YTM (30/06/2019)*	5.46%

*Fuente: Bloomberg

En base a la información obtenida del bono se puede determinar que la tasa de costo de la deuda (k_b) es: 5.46%.

6.3 BETA DE LA DEUDA

Para determinar el beta de la deuda se utilizará CAPM y la tasa del costo de la deuda

$$K_b = R_f + (PRM * B_b)$$

En donde K_b , corresponde al costo de la deuda calculado en punto 6.2: 5.46%, PRM (prima por riesgo) es igual a 7.63% obtenido de los datos de mercado publicados por Damodaran a enero 2019 y una tasa libre de riesgo (R_f), en donde se ha considerado el valor al 30 de junio de 2019 del bono del tesoro de EEUU a 30 años y a ese valor se le ha sumado a igual fecha, el premio por riesgo país que hemos obtenido del índice de Bonos de mercados emergentes (EMBIG)-Perú publicado en el Banco Central de Reserva del Perú ⁶

Bono del tesoro EEUU 30 años: 2.56%

Riesgo País: 1.29% (Tasa que considera la tasa de bonos denominados en dólares emitidos Perú y el bono de tesoros de EEUU- junio 2019)

Depreciación tipo de cambio: 1.30% (Promedio de la depreciación últimos 4 años)

Para determinar la tasa libre de riesgo se ocupará la fórmula de paridad de tasas:

$$(1 + r_{Local}) = (1 + r_{Foranea}) * (1 + \text{tasa de depreciación})$$

Reemplazamos:

$$(1 + r_{Local}) = (1 + (2.56\% + 1.29\%)) * (1 + 1.30\%)$$

$$(1 + r_{Local}) = (1 + 3.85\%) * (1 + 1.30\%)$$

$$(1 + r_{Local}) = 1.0520$$

$$r_{local} = 5.20\%$$

Tasa libre de Riesgo Perú: 5.20%

$$K_b = R_f + (PRM * B_b)$$

Despejamos B_d :

$$B_b = (K_b - R_f) / PRM$$

⁶ Índice EMBIG (*Emerging Markets Bonds Index - Global*) corresponde a una versión expandida del Índice EMBI desarrollado por JP Morgan, los que consideran bonos denominados en dólares por países subdesarrollados/ emergentes y los bonos del tesoro de Estados Unidos.

$$Bb=(5.46\%-5.20\%)/7.63\%$$

$$(\beta_b): 0.034$$

6.4 BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA

Se realizará un proceso de desapalancar el beta con deuda existente a junio 2019, para posteriormente revisar el cambio a nivel de beta producto de los cambios ocurridos en materia de estructura de capital, en el caso de las tasas de impuestos, estas se han mantenido desde el periodo de estudio a la fecha, por lo tanto no influye en los resultados que se obtendrán.

Los años que abarca el cálculo del beta de la acción son: 2017-2018 y 2019.

- Tasa de Impuestos Promedio: 29.50%
- Estructura Capital Promedio: 42.04%

Para realizar el cálculo se utilizará la fórmula de Rubinstein 1973, en donde se establece que $Bd > 0$ y que por lo anterior además $Kb > Rf$.

$$(\beta_p^{C/D}) = \beta_p^{S/D} * [1 + (1 - \tau) * \frac{B}{P}] - \beta_b * (1 - \tau) * \frac{B}{P}$$

Despejamos $(\beta_p^{S/D})$

$$(\beta_p^{S/D}) = [\beta_p^{C/D} + \beta_b * (1 - \tau) * \frac{B}{P}] / [1 + (1 - \tau) * \frac{B}{P}] \quad \text{y reemplazamos:}$$

$$(\beta_p^{S/D}) = [0,55 + 0,034 * (1 - 29.5\%) * 42.04\%] / [1 + (1 - 29.5\%) * 42.04\%]$$

$$(\beta_p^{S/D}) = \mathbf{0.43}$$

6.5 BETA PATRIMONIAL CON DEUDA

Con los datos obtenidos del Beta patrimonial sin deuda, la estructura de capital objetivo de la empresa y la tasa de impuesto de largo plazo, apalancaremos el beta patrimonial nuevamente.

- Tasa de Impuestos largo plazo: 29.50%

- Estructura Capital Objetiva: 40.53%

$$\left(\beta_p^{C/D}\right) = \beta_p^{S/D} * \left[1 + (1 - \tau) * \frac{B}{P}\right] - \beta_b * (1 - \tau) * \frac{B}{P}$$

Reemplazamos:

$$\left(\beta_p^{C/D}\right) = 0,43 * [1 + (1 - 29,5\%) * 40,53\%] - 0,034 * (1 - 29,5\%) * 40,53\%$$

$$\left(\beta_p^{C/D}\right) = \mathbf{0,54}$$

El nuevo beta patrimonial con deuda de Enel Distribución Perú S.A.A. considerando la nueva estructura de capital objetivo es 0.54

6.6 COSTO PATRIMONIAL

A partir del nuevo beta patrimonial con deuda y mediante CAPM se determinará la tasa de costo patrimonial, la cual será ajustada por un premio por liquidez.

En el caso de Enel Distribución Perú se ha revisado su presencia bursátil y rendimiento de los bonos corporativos. En consideración de lo anterior, vemos que un premio por liquidez acorde a esta empresa es de 1.00%

$$(k_p) = (r_f + \beta_p^{C/D} * PRM) + \text{Premio por liquidez.}$$

$$(k_p) = (5,20\% + 0,54 * 7,63\%) + 1,00\%$$

$$(k_p) = \mathbf{10,32\%}$$

El costo de patrimonial para Enel Distribución Perú S.A.A. es de 10.32%

6.7 COSTO DE CAPITAL

El costo de capital de Enel Distribución Perú S.A.A se determinará utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC):

$$(k_0) = k_p * \frac{P}{V} + K_b(1 - t_c) * \frac{B}{V}$$

$$(k_0) = 10.32\% * 71,16\% + 5.46\% * (1 - 29.50\%) * 28,84\%$$

$$(k_0) : \mathbf{8.45\%}$$

El costo de Capital para Enel Distribución Perú S.A.A. es de 8.45%

7. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

En la presente sección se realizará un análisis de los resultados históricos de la compañía, los costos, activos, cuentas no operacionales y además se generará las proyecciones de crecimiento y los estados de resultados de la compañía.

7.1 ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICOS

TABLA 10: ESTADO DE RESULTADOS

Ajuste IPC Nacional Perú	31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		31/12/2018		30/06/2019	
	108.71%		105.19%		103.64%		101.12%		100.00%	
	S/000	%Ingresos	S/000	%Ingresos	S/000	%Ingresos	S/000	%Ingresos	S/000	%Ingresos
Ingresos Operativos	2,952,528	100.00%	3,051,301	100.00%	2,966,221	100.00%	2,983,101	100.00%	1,583,077	100.00%
Costos Operativos	- 2,175,776	73.69%	- 2,273,820	74.52%	- 2,183,408	73.61%	- 2,223,065	74.52%	- 1,131,716	71.49%
Utilidad Bruta	776,751	26.31%	777,481	25.48%	782,813	26.39%	760,037	25.48%	451,361	28.51%
Gastos de Administración	- 122,637	4.15%	- 115,992	3.80%	- 110,610	3.73%	- 114,503	3.84%	- 59,302	3.75%
Gastos de Ventas	- 105,563	3.58%	- 93,912	3.08%	- 108,932	3.67%	- 110,856	3.72%	- 54,714	3.46%
Otros Ingresos	31,937	1.08%	20,063	0.66%	32,237	1.09%	51,011	1.71%	10,250	0.65%
Otros Gastos	- 8,629	0.29%	- 4,739	0.16%	- 3,199	0.11%	- 2,506	0.08%	- 490	0.03%
Utilidad Operativa	571,860	19.37%	582,900	19.10%	592,309	19.97%	583,184	19.55%	347,104	21.93%
Ingresos Financieros	16,286	0.55%	16,654	0.55%	17,934	0.60%	15,753	0.53%	7,724	0.49%
Gastos Financieros	-	0.00%	- 103,689	3.40%	- 100,248	3.38%	- 88,165	2.96%	- 49,371	3.12%
Diferencias de Cambios Neta	- 3,403	0.12%	1,268	0.04%	1,211	0.04%	- 259	0.01%	2,099	0.13%
Utilidad Antes del Impuesto a las Ganancias	584,743	19.80%	497,133	16.29%	511,206	17.23%	510,512	17.11%	307,556	19.43%
Impuesto a las ganancias	- 135,793	4.60%	- 172,298	5.65%	- 155,960	5.26%	- 162,839	5.46%	- 90,247	5.70%
Utilidad Neta	448,950	15.21%	324,835	10.65%	355,246	11.98%	347,673	11.65%	217,309	13.73%

Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Enel Distribución Perú S.A.A y ajustados por IPC Nacional Perú.

Los resultados ajustados por IPC muestran que la utilidad bruta de Enel Distribución Perú S.A.A. representa en promedio un 26.12% del total de ingresos operativos, esto permite ver la estabilidad que lleva la empresa durante los últimos años y que se ve afectada mayoritariamente por el aumento o disminución del precio de venta de energía (precio regulado) y el crecimiento de clientes.

A nivel de utilidad operativa, el promedio alcanzó al cierre de 2018 un 19.47% del total de ingresos operativos, en donde destacan los gastos de administración que representan cerca de un 4.00% del total de ingresos operativos.

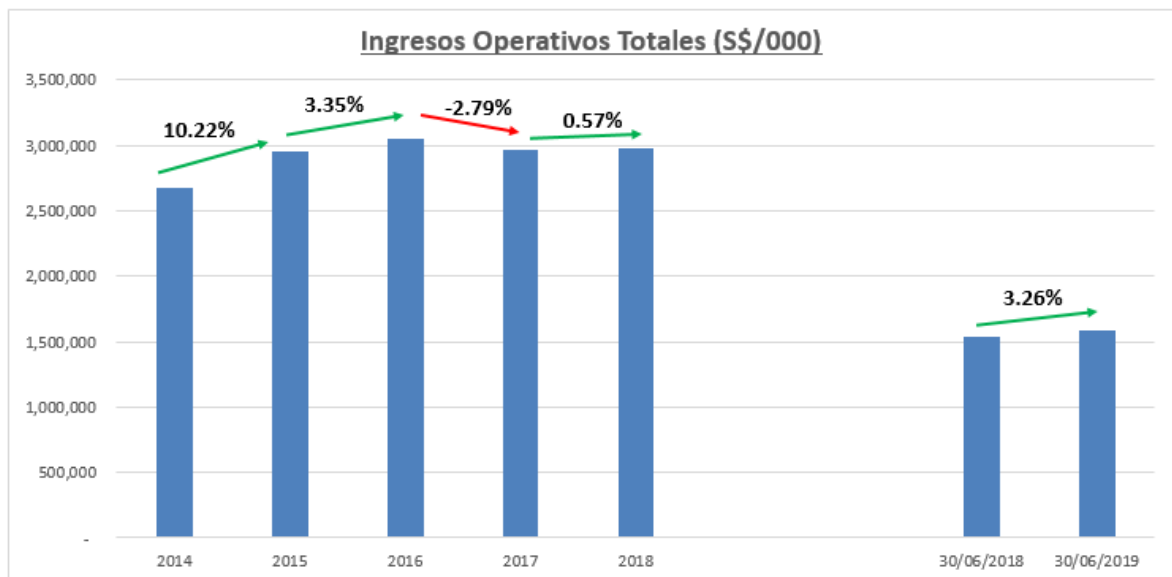
7.2 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO

En este punto serán revisados el crecimiento de Enel Distribución Perú S.A.A y las perspectivas de crecimiento para los próximos años.

7.2.1 CRECIMIENTO INGRESOS

Para determinar el crecimiento real de los ingresos de Enel Distribución Perú S.A.A. se realizó un ajuste de los estados financieros utilizando la variación del Índice de Precios al Consumidor de nivel nacional.

GRÁFICO 2: VARIACIÓN DE INGRESOS OPERATIVOS



Fuente: Elaboración propia con estados financieros de Enel Distribución Perú S.A.A.

El crecimiento de los ingresos operativos de Enel Distribución Perú S.A.A es en gran medida explicado por el crecimiento en la base de clientes, la mayor venta física de energía, los mayores precios de venta y por el mismo dinamismo de la economía de Perú

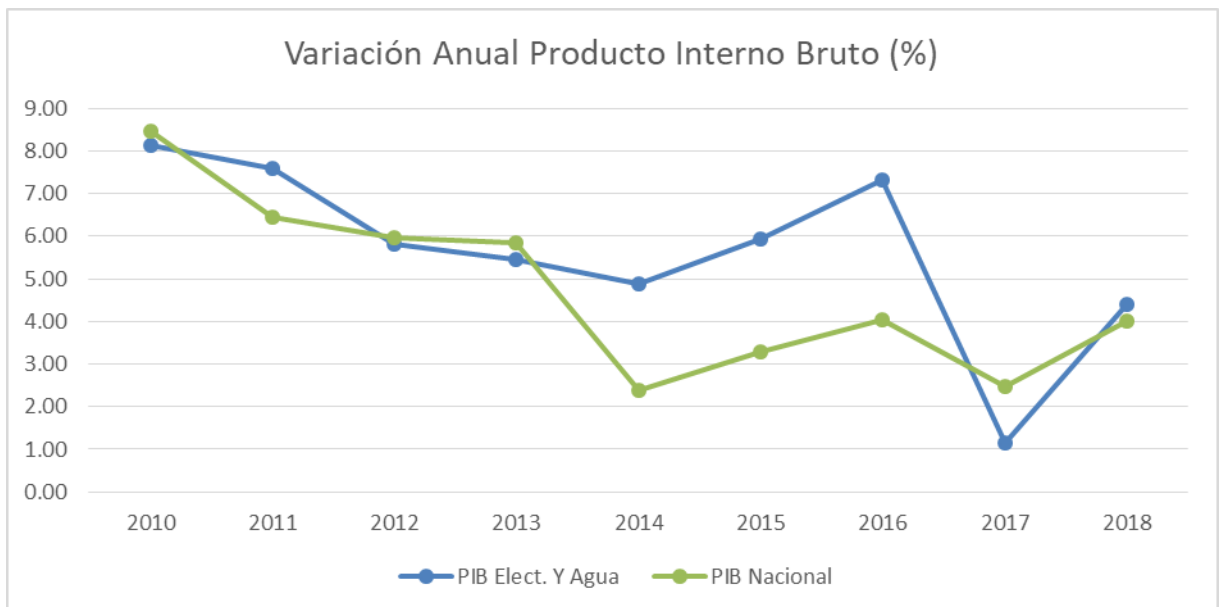
En 2017, la caída del 2.79% corresponde a una migración de clientes comerciales e industriales regulados al mercado de clientes libres de media tensión, ya para 2018 se registra un crecimiento cercano al 1%, esto producto de un mayor precio promedio de energía (+4.9%) y por el aumento de volumen de energía física vendida (+1.1%)

En el primer semestre de 2019 los ingresos aumentaron 3.26% como resultado de un mayor precio medio de venta y una mayor demanda de electricidad por clientes residenciales y libres (clientes aumentaron en un 1.5% principalmente regulados de baja tensión).

7.2.2 CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA Y PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO

El crecimiento real de la industria se ha calculado considerando el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en materia de Electricidad y Agua.

GRÁFICO 3: VARIACIÓN ANUAL PIB NACIONAL Y PIB ELECT. Y AGUA



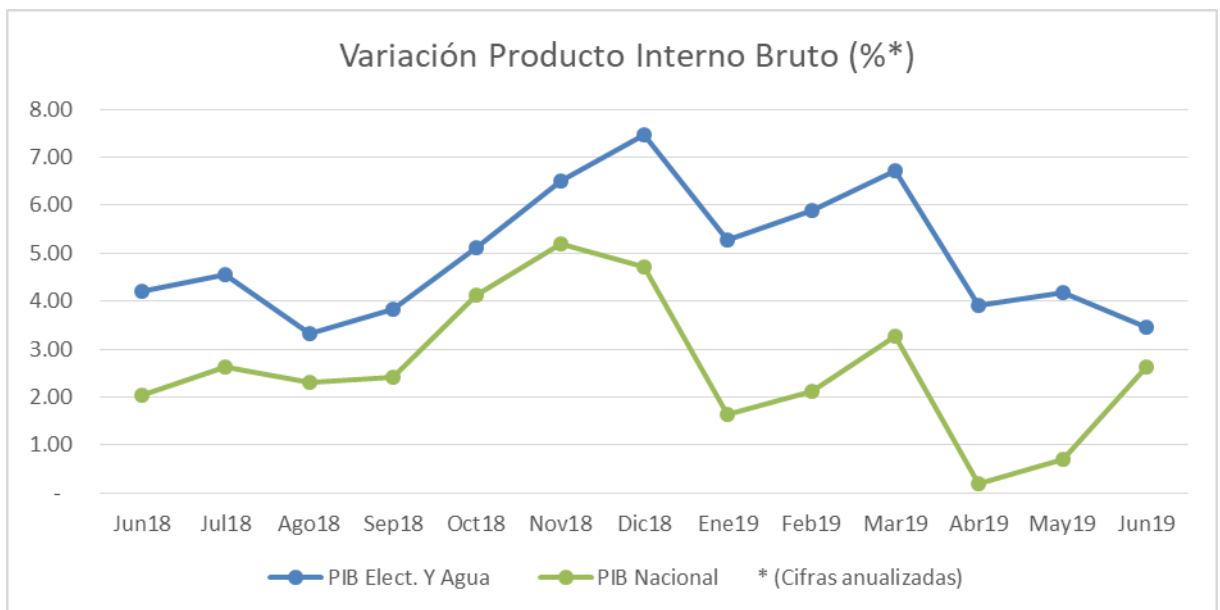
Fuente: Elaboración propia con cifras del Instituto Nacional de Estadísticas e Informática.

TABLA 11: VARIACIÓN % ANUAL PIB NACIONAL Y PIB ELECT. Y AGUA

	2014	2015	2016	2017	2018
PIB Nacional	2.4%	3.3%	4.0%	2.5%	4.0%
PIB Elect. Y Agua	4.9%	5.9%	7.3%	1.1%	4.4%

Fuente: Elaboración propia con cifras del Instituto Nacional de Estadísticas e Informática.

GRÁFICO 4: VARIACIÓN MENSUAL PIB NACIONAL Y PIB ELECT. Y AGUA



Fuente: Elaboración propia con cifras del Instituto Nacional de Estadísticas e Informática.

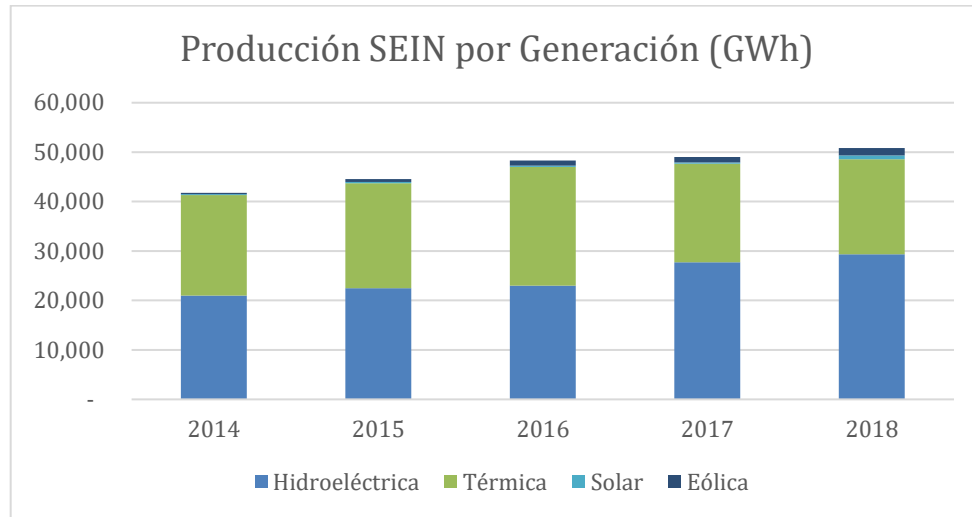
TABLA 12: VARIACIÓN % MENSUAL PIB NACIONAL Y PIB ELECT. Y AGUA

	Ene19	Feb19	Mar19	Abr19	May19	Jun19
PIB Nacional	1.6%	2.1%	3.3%	0.2%	0.7%	2.6%
PIB Elect. Y Agua	5.3%	5.9%	6.7%	3.9%	4.2%	3.4%

Fuente: Elaboración propia con cifras del Instituto Nacional de Estadísticas e Informática.

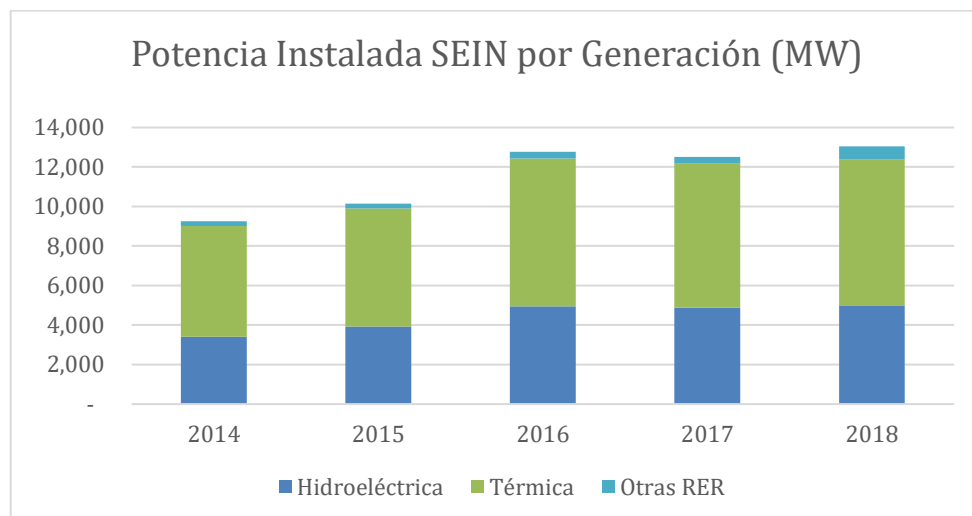
Al revisar el crecimiento real de la industria mediante la variación del Producto Interno Bruto (PIB) en el sector de Electricidad y Agua, junto a la variación del PIB Nacional se puede observar que el crecimiento de la industria se encuentra alineado al crecimiento del país, adicionalmente depende de los requerimientos de electricidad que han sido programados en un plan nacional de generación y potencia del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN).

GRÁFICO 5: PRODUCCIÓN SEIN (GWh)



Fuente: Elaboración propia con información del Comité de Operaciones del Sistema Interconectado Nacional (COES SINAC)

GRÁFICO 6: POTENCIA INSTALADA (MW)



Fuente: Elaboración propia con información del Comité de Operaciones del Sistema Interconectado Nacional (COES SINAC)

Durante los últimos 5 años la generación de Energía y la Potencia instalada han tenido un crecimiento de un 5.04% y un 9.47% respectivamente. A partir del plan de generación eléctrica establecido para el SEIN entregado por Osinergmin (Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería) se ha creado una proyección hasta 2023 que permitirá en conjunto a las proyecciones del crecimiento del PIB nacional determinar el crecimiento de la industria y de los ingresos de Enel Distribución Perú S.A.A.

El FMI (Fondo Monetario Internacional) ajustó las perspectivas de crecimiento de Perú 2.6% y 3.6% para 2019 y 2020 respectivamente. Considerando el ajuste adecuado, esto además por el actual escenario menos optimista en la región, la incertidumbre por la guerra comercial entre EEUU –China y la exposición a los riesgos naturales que posee el país, como por ejemplo el fenómeno recurrente del Niño que afecta directamente la economía y el crecimiento.

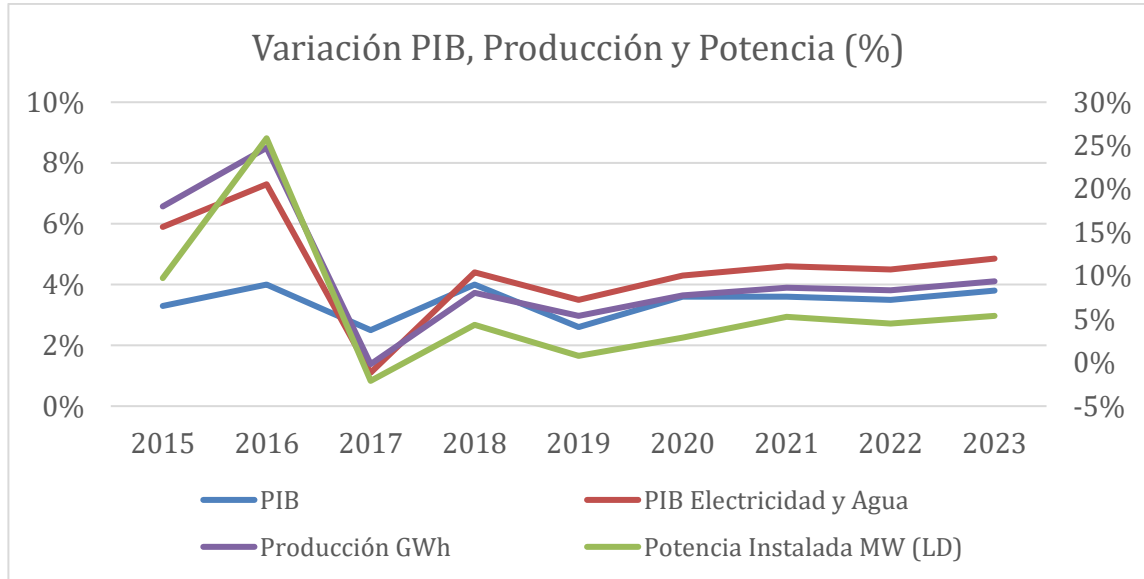
Los antecedentes presentados se consideraran como base para realizar las proyecciones de la industria medida a través del PIB Electricidad y Agua, para lo cual se han alineado la variación del crecimiento entre el PIB de la industria y la producción de energía establecida para el SEIN mediante el plan de potencia a instalar.

TABLA 13: PROYECCIÓN INDUSTRIA ELÉCTRICA

	2019	2020	2021	2022	2023
PIB	2.60%	3.60%	3.60%	3.50%	3.80%
PIB Electricidad y Agua	3.50%	4.30%	4.60%	4.50%	4.85%
Potencia Instalada MW	0.79%	2.90%	5.27%	4.53%	5.41%
Producción GWh	2.97%	3.65%	3.90%	3.81%	4.11%

Fuente: Elaboración propia con información del FMI y Osinergmin

GRÁFICO 7: VARIACIÓN Y PROYECCIÓN DE PIB, PRODUCCIÓN Y POTENCIA



Fuente: Elaboración propia con información del FMI y el Osinergmin.

7.3 ANÁLISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN

Para poder explicar los costos de operación de Enel Distribución Perú S.A.A. es importante recordar que el objetivo principal de la compañía es la distribución de energía eléctrica, por lo anterior se explica que cerca de un 99% de los costos operacionales correspondan al servicio de distribución, en donde una parte esencial de este costo (86.22%) corresponde a la compra energía a terceros o entidades relacionadas.

Enel Distribución Perú S.A.A. para garantizar la distribución y correcta entrega de energía, debe prestar servicios de conexión, reconexión de suministro, mantenimiento de equipos, alquileres de líneas de distribución y servicios complementarios, tales como traslado y rehabilitación de suministros. Para lo anterior es necesario poder generar servicios prestados por terceros y gastos de personal estos representan en promedio un 4.67% y un 2.26% del total de costos de distribución respectivamente. Adicionalmente y asociado a la misma línea de operación, la depreciación en la estructura de costos de distribución de la compañía representa un 5.26%.

Los costos operativos de Enel Distribución Perú S.A.A se distribuyen de la siguiente manera:

7.3.1 COSTOS OPERATIVOS

TABLA 14: COSTOS DE DISTRIBUCIÓN DE ENERGÍA

	31/12/2014		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		31/12/2018		30/06/2019	
	113.20%		108.71%		105.19%		103.64%		101.12%		100.00%	
	S/000	% Costo	S/000	% Costo	S/000	% Costo	S/000	% Costo	S/000	% Costo	S/000	% Costo
Ajuste IPC Nacional Perú												
Compra de energía	1,649,170	85.91%	1,858,604	86.84%	1,950,891	86.48%	1,852,981	86.15%	1,892,476	85.70%	974,689	86.48%
Compra de Energía- Terceros	1,177,521	61.34%	1,345,780	62.88%	1,228,370	54.45%	1,147,287	53.34%	1,251,987	56.70%	727,345	64.53%
Compra de Energía- Entidades Relacionadas	471,649	24.57%	512,823	23.96%	722,522	32.03%	705,694	32.81%	640,489	29.00%	247,344	21.95%
Servicios prestados por terceros	82,092	4.28%	87,234	4.08%	99,652	4.42%	103,581	4.82%	127,271	5.76%	50,612	4.49%
Gastos de Personal	42,734	2.23%	44,794	2.09%	53,757	2.38%	49,018	2.28%	50,766	2.30%	26,190	2.32%
Tributos	31,642	1.65%	31,940	1.49%	34,680	1.54%	32,579	1.51%	33,227	1.50%	16,592	1.47%
Suministros Diversos	13,481	0.70%	17,179	0.80%	16,872	0.75%	17,640	0.82%	13,709	0.62%	9,935	0.88%
Cargas Diversas de Gestión	7,109	0.37%	11,436	0.53%	11,616	0.51%	1,598	0.07%	367	0.02%	1,796	0.16%
Depreciación	108,439	5.65%	108,495	5.07%	108,785	4.82%	116,423	5.41%	118,057	5.35%	62,114	5.51%
Amortización	3,326	0.17%	2,722	0.13%	3,248	0.14%	4,584	0.21%	4,353	0.20%	1,625	0.14%
Desvaloración de Inventarios	187	0.01%	546	0.03%	-	0.00%	269	0.01%	-	0.00%	-	0.00%
Otros	18,596	-0.97%	22,636	-1.06%	23,665	-1.05%	27,827	-1.29%	31,993	-1.45%	16,445	-1.46%
Total costos del servicio de distribución de Energía	1,919,583	100.00%	2,140,313	100.00%	2,255,837	100.00%	2,150,846	100.00%	2,208,233	100.00%	1,127,108	100.00%

Fuente: Elaboración propia con Estado de Resultados de Enel Distribución Perú S.A.A.

La compra de energía es uno de los costos más importantes para la compañía, principalmente la compra a terceros que representa el 57.74% promedio del total de los costos de distribución.

7.3.2 OTROS COSTOS OPERATIVOS

TABLA 15: OTROS COSTOS OPERATIVOS

	31/12/2014		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		31/12/2018		30/06/2019	
	113.20%		108.71%		105.19%		103.64%		101.12%		100.00%	
	S/000	% O. Costos	S/000	% O. Costos	S/000	% O. Costos	S/000	% O. Costos	S/000	% O. Costos	S/000	% O. Costos
Ajuste IPC Nacional Perú												
Costo movimiento de redes	15,969	42.19%	19,739	55.66%	14,449	80.35%	14,005	89.87%	13,137	88.57%	4,608	100.00%
Costo de venta de mercaderías	21,764	57.50%	15,519	43.76%	3,529	19.63%	1,578	10.13%	1,695	11.43%	-	0.00%
Otros	120	0.32%	205	0.58%	4	0.02%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%
Total Otros Costos Operativos	37,853	100.00%	35,463	100.00%	17,982	100.00%	15,583	100.00%	14,831	100.00%	4,608	100.00%

Fuente: Elaboración propia con Estado de Resultados de Enel Distribución Perú S.A.A.

Dentro de las actividades que realiza la compañía se encuentran otros servicios como el movimiento de redes, la venta de bloques de potencia. Además es titular de dos concesiones de transmisión y posee autorización para desarrollar actividades de generación.

7.3.3 GASTOS DE ADMINISTRACIÓN

TABLA 16: GASTOS DE ADMINISTRACIÓN

	31/12/2014		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		31/12/2018		30/06/2019	
	113.20%		108.71%		105.19%		103.64%		101.12%		100.00%	
	S/000	% G de Adm.	S/000	% G de Adm.	S/000	% G de Adm.	S/000	% G de Adm.	S/000	% G de Adm.	S/000	% G de Adm.
Ajuste IPC Nacional Perú												
Gastos de Personal	58,811	49.83%	60,676	49.48%	52,370	45.15%	52,002	47.01%	50,252	43.89%	22,114	37.29%
Servicios prestados por terceros	40,681	34.47%	45,034	36.72%	43,726	37.70%	35,043	31.68%	41,761	36.47%	25,412	42.85%
Depreciación	6,752	5.72%	8,591	7.01%	10,389	8.96%	12,190	11.02%	13,011	11.36%	6,521	11.00%
Amortización	1,132	0.96%	1,462	1.19%	1,819	1.57%	1,998	1.81%	1,795	1.57%	2,048	3.45%
Tributación	-	0.00%	4,716	3.85%	3,125	2.69%	3,543	3.20%	-	0.00%	1,532	2.58%
Otros	10,649	9.02%	2,159	1.76%	4,563	3.93%	5,833	5.27%	7,684	6.71%	1,675	2.82%
Total Gastos de Administración	118,026	100.00%	122,637	100.00%	115,992	100.00%	110,610	100.00%	114,503	100.00%	59,302	100.00%

Fuente: Elaboración propia con Estado de Resultados de Enel Distribución Perú S.A.A.

7.3.4 GASTOS DE VENTAS.

TABLA 17: GASTOS DE VENTAS

	31/12/2014		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		31/12/2018		30/06/2019	
	113.20%		108.71%		105.19%		103.64%		101.12%		100.00%	
	S/000	% G de Vtas.	S/000	% G de Vtas.	S/000	% G de Vtas.	S/000	% G de Vtas.	S/000	% G de Vtas.	S/000	% G de Vtas.
Ajuste IPC Nacional Perú												
Gastos de Personal	21,796	21.51%	22,827	21.62%	21,957	23.38%	21,784	20.00%	23,087	20.83%	13,948	25.49%
Servicios prestados por terceros	39,936	39.42%	39,937	37.83%	29,079	30.96%	33,413	30.67%	37,656	33.97%	17,479	31.95%
Depreciación	28,455	28.09%	30,203	28.61%	31,043	33.06%	28,447	26.11%	29,284	26.42%	15,213	27.80%
Amortización	1,268	1.25%	2,218	2.10%	3,362	3.58%	6,320	5.80%	6,122	5.52%	3,622	6.62%
Estimación de deterioro de CxC	7,020	6.93%	8,367	7.93%	8,206	8.74%	18,618	17.09%	14,348	12.94%	4,351	7.95%
Otros	2,842	2.81%	2,011	1.91%	266	0.28%	350	0.32%	359	0.32%	102	0.19%
Total Gastos de Venta	101,317	100.00%	105,563	100.00%	93,912	100.00%	108,932	100.00%	110,856	100.00%	54,715	100.00%

Fuente: Elaboración propia con Estado de Resultados de Enel Distribución Perú S.A.A.

7. 4 ANÁLISIS DE CUENTAS NO OPERACIONALES

Al revisar los estados financieros de la compañía se pueden identificar algunas cuentas no operacionales, las cuales corresponden a gastos e ingresos que no forman parte de la actividad principal de distribución de energía de la compañía.

7.4.1 OTROS INGRESOS

TABLA 18: OTROS INGRESOS

	31/12/2014		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		31/12/2018		30/06/2019	
	113.20%		108.71%		105.19%		103.64%		101.12%		100.00%	
	S/000	% O. Ingresos	S/000	% O. Ingresos	S/000	% O. Ingresos	S/000	% O. Ingresos	S/000	% O. Ingresos	S/000	% O. Ingresos
Ajuste IPC Nacional Perú												
Serv. De soporte admin. a Entidades relacionadas	4,390	19.85%	8,545	26.76%	1,227	6.11%	7,873	24.42%	18,033	35.35%	470	4.59%
Alquileres	7,039	31.83%	7,016	21.97%	9,219	45.95%	10,354	32.12%	12,326	24.16%	4,358	42.52%
Venta de Almacén	1,323	5.99%	3,489	10.93%	3,468	17.29%	1,851	5.74%	4,374	8.58%	50	0.49%
Penalidades a proveedores	2,358	10.66%	4,645	14.54%	1,356	6.76%	4,179	12.96%	2,152	4.22%	1,474	14.38%
Enajenación de Propiedad, planta y equipo	413	1.87%	3,185	9.97%	426	2.12%	4,673	14.50%	4	0.01%	-	0.00%
Otros ingresos	6,587	29.79%	5,056	15.83%	4,368	21.77%	3,307	10.26%	14,123	27.69%	3,898	38.03%
Total de Otros Ingresos	22,109	100.00%	31,937	100.00%	20,063	100.00%	32,237	100.00%	51,011	100.00%	10,250	100.00%

Fuente: Elaboración propia con Estado de Resultados de Enel Distribución Perú S.A.A.

El ítem de alquileres tiene directa relación con el alquiler de infraestructura (postes) los cuales son ofrecidos mediante convenio con otras empresas de telecomunicaciones.

7.4.2 OTROS GASTOS:

TABLA 19: OTROS GASTOS

Ajuste IPC Nacional Perú	31/12/2014		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		31/12/2018		30/06/2019	
	113.20%		108.71%		105.19%		103.64%		101.12%		100.00%	
	S/000	% O. Gasto	S/000	% O. Gasto	S/000	% O. Gasto	S/000	% O. Gasto	S/000	% O. Gasto	S/000	% O. Gasto
Multas	4,828	83.37%	5,619	65.12%	3,683	77.71%	1,651	51.60%	1,774.67	70.82%	490	100.00%
Costo de retiro de activo fijo	844	14.58%	2,919	33.82%	959	20.24%	585	18.27%	138	5.49%	-	0.00%
Otros Gastos	119	2.05%	91	1.06%	97	2.04%	964	30.13%	594	23.69%	-	0.00%
Total de Otros Gastos	5,791	100.00%	8,629	100.00%	4,739	100.00%	3,199	100.00%	2,506	100.00%	490	100.00%

Fuente: Elaboración propia con Estado de Resultados de Enel Distribución Perú S.A.A.

En el análisis de otros gastos destaca el ítem de multas, las cuales están asociadas principalmente a incumplimiento a la normativa en materia de suministro eléctrico.

El ítem de retiro de activo fijo corresponde a la diferencia entre los ingresos por venta y el valor en libros del activo, que se registra en el periodo en que se retira o da de baja el activo fijo (esto ocurre dado su reposición o bien cuando no se esperan beneficios económicos)

7.4.3 INGRESOS FINANCIEROS

TABLA 20: INGRESOS FINANCIEROS

Ajuste IPC Nacional Perú	31/12/2014		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		31/12/2018		30/06/2019	
	113.20%		108.71%		105.19%		103.64%		101.12%		100.00%	
	S/000	% I. Financ.	S/000	% I. Financ.	S/000	% I. Financ.	S/000	% I. Financ.	S/000	% I. Financ.	S/000	% I. Financ.
Intereses, recargos por mora y facilidades de pago	10,671	62.93%	11,695	66.06%	12,633	75.86%	13,077	72.92%	11,954	75.89%	6,604	85.50%
Intereses sobre depósitos bancarios	5,936	35.00%	4,704	26.57%	3,772	22.65%	4,176	23.28%	2,194	13.93%	1,118	14.47%
Recupero de intereses por contingencias	-	0.00%	1,294	7.31%	-	0.00%	-	0.00%	1,600	10.16%	-	0.00%
Otros ingresos financieros	351	2.07%	12	0.07%	248	1.49%	681	3.80%	4	0.03%	2	0.03%
Total de Ingresos Financieros	16,958	100.00%	17,704	100.00%	16,654	100.00%	17,934	100.00%	15,753	100.00%	7,724	100.00%

Fuente: Elaboración propia con Estado de Resultados de Enel Distribución Perú S.A.A.

7.4.4 GASTOS FINANCIEROS

TABLA 21: GASTOS FINANCIEROS

Ajuste IPC Nacional Perú	31/12/2014		31/12/2015		31/12/2016		31/12/2017		31/12/2018		30/06/2019	
	113.20%		108.71%		105.19%		103.64%		101.12%		100%	
	S/000	% G. Financ.	S/000	% G. Financ.	S/000	% G. Financ.	S/000	% G. Financ.	S/000	% G. Financ.	S/000	% G. Financ.
Intereses por bono	52,589	67.54%	76,202	74.71%	77,304	74.55%	79,471	79.27%	82,883	94.01%	41,698	80.31%
Intereses por contingencias	8,094	10.40%	11,225	11.01%	4,194	4.04%	1,572	1.57%	9,709	-11.01%	210	0.40%
Intereses por obligaciones financieras con terceros	8,170	10.49%	7,770	7.62%	10,882	10.49%	9,860	9.84%	7,403	8.40%	4,220	8.13%
Intereses por obligaciones financieras con entidades rel.	3,743	4.81%	1,340	1.31%	3,726	3.59%	5,663	5.65%	2,896	3.28%	2,485	4.79%
Otros gastos financieros	5,261	6.76%	5,455	5.35%	7,583	7.31%	3,681	3.67%	4,692	5.32%	3,309	6.37%
Total de Gastos Financieros	77,857	100.00%	101,993	100.00%	103,689	100.00%	100,248	100.00%	88,165	100.00%	51,922	100.00%

Fuente: Elaboración propia con Estado de Resultados de Enel Distribución Perú S.A.A.

En los gastos financieros los intereses por bonos representan en promedio el 78% del total de gastos financieros de Enel Distribución Perú S.A.A., esto se explica por el nivel de deuda que mantiene la compañía en instrumentos de bonos, los que al cierre de junio 2019, representan el 89% del total de los pasivos financieros.

7.5 ANÁLISIS DE ACTIVOS

Los activos calificados como operacional representan un 95% del total de los activos, en donde destaca principalmente las cuentas de Propiedades, planta y equipos en términos de activos no corrientes (85.7%) y Cuentas por Cobrar comerciales (6.4%) en activos corrientes. En materia de Activos no operacionales destaca Efectivo y equivalentes de efectivo que representan un 4.3% del total de activos. A continuación se presenta la clasificación de activos histórica de la compañía y el promedio de activos de los últimos años.

TABLA 22: CLASIFICACIÓN DE ACTIVOS

	2014	2015	2016	2017	2018	30/06/2019		
Ajuste IPC Nacional Perú	113.20%	108.71%	105.19%	103.64%	101.12%	100.00%	Promedio % Activos	Clasificación
Efectivo y Equivalentes en efectivo	324,162	69,470	235,481	268,451	101,759	94,808	4.3%	No Operacional
Cuentas por cobrar comerciales, neto	307,632	358,998	372,714	234,242	164,917	197,025	6.4%	Operacional
Cuentas por cobrar a Empresas relacionadas	4,470	13,381	6,315	5,621	30,310	23,458	0.3%	Operacional
Otras cuentas por cobrar	26,934	14,644	20,148	20,511	37,000	34,658	0.6%	No Operacional
Inventarios, neto	45,584	49,128	31,857	36,067	44,112	48,919	1.0%	Operacional
Otros activos no financieros	3,227	6,292	6,786	3,830	5,640	7,045	0.1%	No Operacional
Total Activos Corrientes	712,008	511,912	673,301	568,724	383,737	405,913	12.7%	
Propiedades, planta y Equipos	3,243,119	3,474,644	3,636,439	3,813,625	4,028,617	4,079,331	85.7%	Operacional
Intangibles, neto	35,610	51,264	60,004	68,060	107,997	108,062	1.6%	Operacional
Total Activos No Corrientes	3,278,729	3,525,908	3,696,443	3,881,685	4,136,614	4,187,393	87.3%	
Total Activos	3,990,738	4,037,820	4,369,743	4,450,409	4,520,351	4,593,306	100.0%	

Fuente: Elaboración propia con Estado de Resultados de Enel Distribución Perú S.A.A.

Efectivos y Equivalentes en Efectivo:

Esta cuenta de activos representa un 4.3% del total de activos y se compone de Cuentas corrientes y depósitos a plazo, los saldos en cuentas corrientes se encuentran registrados en soles peruanos y dólares estadounidenses, mientras que los depósitos a plazo se encuentran en soles peruanos. Todos los instrumentos anteriores devengan intereses y se consideran fondos de libre disponibilidad para la compañía.

Otras cuentas por cobrar:

La cuenta presenta en su composición deudores varios, diferentes a los clientes habituales de la compañía, contiene además fondos por retenciones judiciales, cuentas al personal, entregas a rendir y estimaciones de deterioro. En relación a su porcentaje en términos de activos totales es bajo, alcanzando un promedio de 0.6%.

Otros activos no financieros:

Corresponde principalmente gastos por concepto de adquisiciones o inversiones no contenidas en las cuentas de activos más principales, esta cuenta representa sólo un 0.1% promedio del total de activos.

8. PROYECCIÓN DE EERR

8.1 PROYECCIÓN DE INGRESOS DE OPERACIÓN.

La proyección de los estados de resultado comenzará con la proyección al 31 de diciembre de 2019 desde el 30 de junio de 2019: para realizar este ajuste, se consideró el promedio de aumento de los ingresos de los últimos tres cierres de año v/s el valor al cierre del primer semestre de cada uno de estas años, de esta manera se obtuvo un promedio de crecimiento de un 195% de un semestre a otro, este % de crecimiento será aplicado íntegramente a los ingresos de junio 2019. En el caso de los años siguientes, será considerado el crecimiento de la industria y sus perspectivas obtenidas a través del PIB Electricidad y Agua en el punto 7.2.2. Se considera para el año de la perpetuidad un crecimiento igual al año 2023, considerando las inversiones realizadas en periodos 2021 y 2022 que permiten ampliar la red de clientes, ventas y mantener calidad en los procesos de distribución de energía.

TABLA 23: CRECIMIENTO DE INGRESOS

	2020	2021	2022	2023
Crecimiento	4.30%	4.60%	4.50%	4.85%

TABLA 24: PROYECCIÓN DE INGRESOS

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	% Ingresos*
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	
Ingresos por Servicio de Dist. De Energía	2,994,876	3,123,656	3,267,344	3,414,375	3,579,972	97.02%
Otros Ingresos Operativos	92,124	96,085	100,505	105,028	110,122	2.98%
Movimiento de Redes	48,771	50,868	53,208	55,602	58,299	1.58%
Transferencia de Clientes	29,079	30,329	31,725	33,152	34,760	0.94%
Venta de Mercaderías	10,708	11,168	11,682	12,208	12,800	0.35%
Comisión de Cobranza	3,566	3,719	3,891	4,066	4,263	0.12%
Ingresos Operativos Totales	3,087,000	3,219,741	3,367,849	3,519,402	3,690,093	100.00%

*Con el fin de determinar la distribución de los ingresos operativos se ha promediado el % de ingreso de cada ítem de acuerdo a los últimos cinco años de operación de Enel Distribución Perú S.A.A.

8.2 PROYECCIÓN DE COSTOS DE OPERACIÓN

8.2.1 PROYECCIÓN COSTOS DE OPERACIÓN

En la presente proyección de costos de operación, la estimación para los próximos años corresponde a un promedio entre los años 2014 y 2018 de los costos operativos de Enel Distribución Perú S.A.A

TABLA 25: PROYECCIÓN COSTOS DE OPERACIÓN

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	% Costos Operativos*
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Compra de energía	1,943,822	2,027,406	2,120,667	2,216,097	2,323,578	85.23%
Otros costos Servicio de Distribución	310,747	324,110	339,019	354,275	371,457	13.62%
Otros Costos Operativos	26,188	27,314	28,570	29,856	31,304	1.15%
Total Costos Operativos	2,280,757	2,378,830	2,488,256	2,600,227	2,726,339	100.00%

Fuente: Elaboración propia

En la determinación de los gastos de administración y gastos de ventas se ha considerado el promedio de estos ítems con relación a los ingresos operativos de los últimos cinco años.

TABLA 26: PROYECCIÓN DE GASTOS

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	% Ingresos*
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Gastos de Administración	- 123,037	- 128,328	- 134,231	- 140,271	- 147,074	3.99%
Gastos de Ventas	- 110,044	- 114,776	- 120,056	- 125,458	- 131,543	3.56%

Fuente: Elaboración propia

8.2.2 PROYECCIÓN DE RESULTADOS NO OPERACIONAL

La compañía mantiene cuentas recurrentes no operacionales, las que principalmente son Otros Ingresos, Otros Gastos, Ingresos y gastos financieros. Adicionalmente posee una cuenta no operacional que tiene una directa relación con el tipo de cambio, para la cual se ocupará un % promedio de los últimos 4 años en relación a los ingresos de -0.03%, ya que se espera que el tipo de cambio se mantenga en los niveles actuales, producto del debilitamiento económico de la región y el fortalecimiento de la economía de Estados Unidos, en parte mitigado por el crecimiento esperado de la economía Peruana.

TABLA 27: PROYECCIÓN RESULTADO NO OPERACIONAL

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	% Ingresos
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Otros Ingresos	33,101	34,524	36,112	37,738	39,568	1.07%
Otros Gastos	- 5,283	- 5,510	- 5,763	- 6,022	- 6,315	0.17%
Ingresos Financieros	17,677	18,437	19,285	20,153	21,130	0.57%
Gastos Financieros	- 78,038	- 81,393	- 85,137	- 88,968	- 93,283	2.53%
Diferencias de Cambios Neta	- 926	- 966	- 1,010	- 1,056	- 1,107	-0.03%

Fuente: Elaboración propia

8.3 PROYECCIÓN DE RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS

TABLA 28: PROYECCIÓN RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Utilidad Antes del Impuesto a las Ganancias	539,693	562,900	588,793	615,289	645,131

Fuente: Elaboración propia

8.4 PROYECCIÓN DE IMPUESTOS CORPORATIVOS

El gobierno de Perú en 2016 modificó las tasas de impuestos a la renta a grandes empresa de 28% a 29.5%, en la estimación de las proyecciones se considerará la mantención de la tasa impositiva durante los próximos años.

TABLA 29: PROYECCIÓN DE IMPUESTOS

	2019	2020	2021	2022	2023
Tasa Impuestos Corporativos	29.50%	29.50%	29.50%	29.50%	29.50%

Fuente: Elaboración propia

8.5 PROYECCIÓN DE PERDIDAS O GANANCIAS

TABLA 30: PROYECCIÓN DE UTILIDAD NETA

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Ingresos Operativos	3,087,000	3,219,741	3,367,849	3,519,402	3,690,093
Costos Operativos	- 2,280,757	- 2,378,830	-2,488,256	- 2,600,227	- 2,726,339
Utilidad Bruta	806,243	840,911	879,593	919,175	963,755
Gastos de Administración	- 123,037	- 128,328	-134,231	- 140,271	- 147,074
Gastos de Ventas	- 110,044	- 114,776	- 120,056	- 125,458	- 131,543
Otros Ingresos	33,101	34,524	36,112	37,738	39,568
Otros Gastos	- 5,283	- 5,510	- 5,763	- 6,022	- 6,315
Utilidad Operativa	600,980	626,822	655,656	685,161	718,391
Ingresos Financieros	17,677	18,437	19,285	20,153	21,130
Gastos Financieros	- 78,038	- 81,393	- 85,137	- 88,968	- 93,283
Diferencias de Cambios Neta	- 926	- 966	- 1,010	- 1,056	- 1,107
Utilidad Antes del Impuesto a las Ganancias	539,693	562,900	588,793	615,289	645,131
Impuesto a las ganancias	- 159,210	- 166,056	- 173,694	- 181,510	- 190,314
Utilidad Neta	380,484	396,845	415,099	433,779	454,817

Fuente: Elaboración propia con información de proyecciones.

9. PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA LIBRE

9.1 DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN

Para la proyección de flujos se determinará cuanto representan la depreciación y amortización como porcentaje de los ingresos operativos.

TABLA 31: DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN

	2014	2015	2016	2017	2018	30/06/2019
Ajuste IPC Nacional Perú	113.20%	108.71%	105.19%	103.64%	101.12%	100.00%
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Ingresos	2,678,831	2,952,528	3,010,648	2,966,221	2,983,101	1,583,077
Depreciación	143,647	147,290	150,217	157,059	160,352	83,848
Amortización	5,725	6,402	8,429	12,902	12,270	7,295
Depreciación & Amortización	149,372	153,691	158,646	169,961	172,622	91,143
D&A / Ingresos	5.58%	5.21%	5.27%	5.73%	5.79%	5.76%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros Enel Distribución Perú S.A.A.

La depreciación y amortización para los próximos años considerará la proporción con respecto a los ingresos al 30 de junio de 2019 la cual es de 5.76%, por lo anterior la proyección para los próximos años es la siguiente:

TABLA 32: PROYECCIÓN DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN

	2S 2019	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Ingresos Operativos	1,503,923	3,087,000	3,219,741	3,367,849	3,519,402	3,690,093
Depreciación & Amortización	86,586	177,729	185,371	193,898	202,624	212,451
D&A / Ingresos	5.76%	5.76%	5.76%	5.76%	5.76%	5.76%

Fuente: Elaboración propia con información de proyecciones.

9.2 FLUJO DE CAJA BRUTO

Con la información anterior y los registros ajustados después de impuestos se obtendrá el flujo de caja bruto para los próximos periodos:

TABLA 33: PROYECCIÓN FLUJO DE CAJA BRUTO

	2S 2019	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024p
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Utilidad del Ejercicio Proyectada	163,175	380,484	396,845	415,099	433,779	454,817	476,876
Depreciación y Amortización	86,586	177,729	185,371	193,898	202,624	212,451	222,755
Otros ingresos (después de Impuestos)	-16,110	-23,336	-24,340	-25,459	-26,605	-27,895	-29,248
Otros gastos (después de Impuestos)	3,378	3,724	3,884	4,063	4,246	4,452	4,668
Ingresos financieros (después de Impuestos)	-7,017	-12,462	-12,998	-13,596	-14,208	-14,897	-15,619
Gastos financieros (después de Impuestos)	20,210	55,016	57,382	60,022	62,723	65,765	68,954
Diferencias de cambio	3,025	926	966	1,010	1,056	1,107	1,161
FLUJO DE CAJA BRUTO	253,248	582,081	607,111	635,038	663,614	695,800	729,546

Fuente: Elaboración propia con información de proyecciones. Para el año 2024 se considera una operación con crecimientos de un 4.85% y ajustes de EERR en base a los mismos criterios de crecimiento de periodo anteriores.

9.3 INVERSIÓN EN REPOSICIÓN

TABLA 34: INVERSIÓN EN REPOSICIÓN

	2014	2015	2016	2017	2018
Ajuste IPC Nacional Perú	113.20%	108.71%	105.19%	103.64%	101.12%
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Maquinaria y Equipo	4,365,258	4,644,852	4,961,946	5,290,423	5,507,013
Depreciación Acumulada	1,627,614	1,696,066	1,770,052	1,877,600	1,982,892
Δ Maq. & Equipo		279,594	317,094	328,477	216,590
Δ Deprec. Maq. & Equipo		68,452	73,986	107,548	105,292
Inversión (% Depreciación)		308%	329%	205%	106%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros Enel Distribución Perú S.A.A.

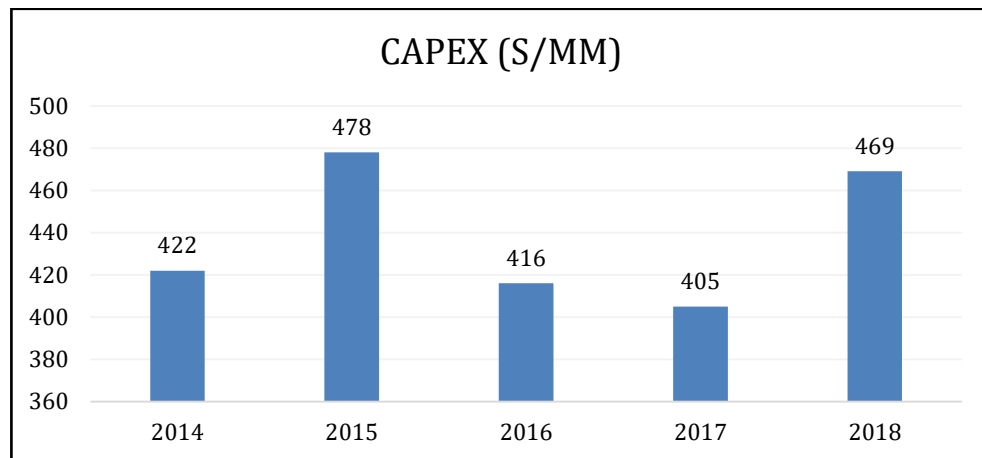
Al revisar los resultados obtenidos se puede apreciar que los montos asociados a los aumentos en el activo de maquinaria y equipo siempre son superior a la variación o aumento que se genera en

la depreciación. Por lo anterior, se determina que la inversión en reposición es 100% el monto de la depreciación de Maquinaria y Equipos para los próximos periodos.

9.4 NUEVA INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO

Enel Distribución Perú S.A.A. ha invertido en CAPEX los últimos 4 años un promedio de S\$442 MM.

GRÁFICO 8: INVERSIÓN CAPEX HISTÓRICA



Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros y notas explicativas de Enel Distribución Perú S.A.A.

El crecimiento del 15.8% de la inversión en CAPEX entre los años 2017 y 2018, corresponden al fortalecimiento de redes de distribución, subestaciones y líneas de transmisión. Adicionalmente se realizaron inversiones por S\$ 27MM en un nuevo sistema de negocios ERP, que permitirá simplificar y dar eficiencia a los procesos de la empresa.

Enel Distribución Peru S.A.A presentó al organismo de control (Osinermin) durante el primer semestre 2019 un plan de inversiones para los próximos 10 años en materia de transmisión secundaria y complementaria. Plan desarrollado principalmente para mejorar el servicio, este incluye la incorporación de 100km de nuevas líneas de transmisión, 34 subestaciones y la adjudicación de nuevas tecnologías que permitan la detección temprana de fallas y hurtos de energía. El plan se distribuirá de la siguiente manera:

- 2021-2024: US\$153MM (\$127MM de soles peruanos por año t/c: 30-06-2019)
- 2025-2030: US\$242MM (\$201MM de soles peruanos por año t/c: 30-06-2019)

En base a lo anterior y si consideramos una inversión en reposición del 36% de lo invertido, se estima que en promedio, los últimos 4 años la compañía ha destinado a nuevos activos un 64% del total del CAPEX, principalmente enfocados en satisfacer el aumento de demanda de energía, ampliación de redes y para mejorar la calidad y seguridad del servicio.

Al tomar los valores promedio antes mencionados y proyectarlos en función del crecimiento de los ingresos obtenemos lo siguiente:

TABLA 35: PROYECCIÓN DE INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO

	2S 2019	2019	2020	2021	2022	2023
	S/MM	S/MM	S/MM	S/MM	S/MM	S/MM
Inv. En A.F. Promedio	176	294	307	321	335	-

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros Enel Distribución Perú S.A.A. y Osinergmin.

En el cuadro además se considera para el periodo 2021-2022 la nueva inversión, que la compañía espera destinar en materias de transmisión y mejoras de la calidad y seguridad del servicio. En relación a la proyección para el 2023 se decide dejar en cero, ya que parte de las nuevas inversiones tendrán un impacto en los ingresos de la compañía en mediano plazo y no dentro del año que será considerado en materia de perpetuidad.

9.5 INVERSIÓN EN CAPITAL DE TRABAJO

Ante de realizar el cálculo del Capital de Trabajo Neto, es importante realizar una separación de unas de las cuentas de pasivos corrientes que corresponde a la cuenta por pagar de Empresas Relacionadas. Es esta cuenta se consideran los montos que estén asociados a transacciones de carácter comercial.

TABLA 36: CUENTA POR PAGAR EMPRESAS RELACIONADAS

	2014	2015	2016	2017	2018	30/06/2019
Ajuste IPC Nacional Perú	113.20%	108.71%	105.19%	103.64%	101.12%	100.00%
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Cuentas por pagar Comerciales Ent. Relac.	48,566	55,438	77,728	62,137	64,713	79,727
Otras cuentas por pagar Ent. Relacionadas	1,053	80,685	104,500	158,071	59,578	60,271
Total	49,618	136,123	182,228	220,208	124,292	139,998

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros Enel Distribución Perú S.A.A.

9.5.1 CÁLCULO DE CTON

TABLA 37: ESTIMACIÓN DE CTON

	2014	2015	2016	2017	2018	30/06/2019
Ajuste IPC Nacional Perú	113.20%	108.71%	105.19%	103.64%	101.12%	100.00%
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Cuentas por cobrar comerciales, neto	307,632	358,998	372,714	234,242	164,917	197,025
Cuentas por cobrar a Empresas relacionadas	4,470	13,381	6,315	5,621	30,310	23,458
Inventarios, neto	45,584	49,128	31,857	36,067	44,112	48,919
Activo Corriente	357,686	421,507	410,886	275,931	239,339	269,402
Cuentas por pagar comerciales	329,137	328,605	354,505	368,554	371,328	356,818
Cuentas por pagar a Empresas relacionadas	48,566	55,438	77,728	62,137	64,713	79,727
Pasivo Corriente	377,702	384,043	432,233	430,691	436,041	436,545
CTON	-20,016	37,463	-21,347	-154,760	-196,702	-167,143

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros Enel Distribución Perú S.A.A.

	2014	2015	2016	2017	2018	30/06/2019
Ajuste IPC Nacional Perú	113.20%	108.71%	105.19%	103.64%	101.12%	100.00%
Ingreso de Act. Ordinarias (S/000)	2,678,831	2,952,528	3,051,301	2,966,221	2,983,101	1,583,077
RCTON	-0.75%	1.27%	-0.70%	-5.22%	-6.59%	-10.56%
RCTON en Días	-3	5	-3	-19	-24	-38
PROMEDIO RCTON (periodo 2014-2018)	-2.40%					
RCTON en Días	-9					

9.5.2 ESTIMACIÓN DÉFICIT CAPITAL DE TRABAJO

Al revisar los valores de necesidad de capital de trabajo y ver el promedio de los últimos años (-2.40%), se establece que la proyección para los próximos años de CTON e inversión en Capital de trabajo será igual a \$\$ 0.

TABLA 38: ESTIMACION DE SUPERÁVIT O DÉFICIT DE CAPITAL DE TRABAJO

	2s 2019e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Ingresos Operativos	1,503,923	3,087,000	3,219,741	3,367,849	3,519,402	3,690,093
CTON	0	0	0	0	0	0
Δ CTON	0	0	0	0	0	0
	30/06/2019	2019e				
CTON	- 167,143	-				

Déficit de Capital de Trabajo(S/000): **\$ 167,143**

9.6 PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA DESCONTADOS

TABLA 39: FLUJO DE CAJA TOTAL PROYECTADO

	2S 2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024p
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Utilidad del Ejercicio Proyectada	163,175	396,845	415,099	433,779	454,817	476,876
Depreciación y Amortización	86,586	185,371	193,898	202,624	212,451	222,755
Otros ingresos (después de Impuestos)	-16,110	-24,340	-25,459	-26,605	-27,895	-29,248
Otros gastos (después de Impuestos)	3,378	3,884	4,063	4,246	4,452	4,668
Ingresos financieros (después de Impuestos)	-7,017	-12,998	-13,596	-14,208	-14,897	-15,619
Gastos financieros (después de Impuestos)	20,210	57,382	60,022	62,723	65,765	68,954
Diferencias de cambio	3,025	966	1,010	1,056	1,107	1,161
FLUJO DE CAJA BRUTO	253,248	607,111	635,038	663,614	695,800	729,546
Inversión en Reposición	- 86,586	-185,371	-193,898	-193,898	-212,451	-222,755
Inversión en Activo físico	-175,845	-306,843	-320,958	-335,401	-	-
Aumento/déficit en Capital de Trabajo neto	-	-	-	-	-	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	- 9,184	114,896	120,181	134,315	483,349	506,791

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros Enel Distribución Perú S.A.A y datos de proyección

9.7 ESTIMACIÓN DEL VALOR TERMINAL

Una vez obtenido el Flujo de caja libre proyectado se procedió a realizar el cálculo del valor terminal, para esto se consideró una tasa de descuento de 8.45% y una proyección de flujo de caja permanente a partir del año 2024, la cual presenta sólo inversión en reposición.

TABLA 40: PERPETUIDAD Y VALOR TERMINAL

(Perpetuidad)	2024P
	S/000
Flujo de caja bruto 2024	729,546
Inversión en Reposición	- 222,755
Inversión en Activo físico	-
Aumento/déficit en Capital de Trabajo neto	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	506,791

Cálculo de Valor Terminal

$$V. \text{ Terminal} = FCL_{(n+1)} / k_0$$

$$V. \text{ Terminal} = 506,791 / 8.45\%$$

$$\mathbf{V. \text{ Terminal} = 5,997,528.}$$

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros Enel Distribución Perú S.A.A y datos de proyección

10. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN

10.1 VALORIZACIÓN A VALOR PRESENTE

Para realizar la valorización económica de Enel Distribución Perú S.A.A es necesario inicialmente llevar los flujos al periodo en el que estamos realizando la valorización, por lo anterior se llevaran a valor presente del periodo 30 de junio de 2019:

Valor presente de los activos operacionales:

$$\frac{FCL2S2019}{(1+WACC)^{0.5}} + \frac{FCL2020}{(1+WACC)^{1.5}} + \frac{FCL2021}{(1+WACC)^{2.5}} + \frac{FCL2022}{(1+WACC)^{3.5}} + \frac{FCL2023 + V.Terminal}{(1+WACC)^{4.5}}$$

Al reemplazar se obtiene lo siguiente:

Valor presente de los activos operacionales:

$$\frac{-9,184}{(1+8.45\%)^{0.5}} + \frac{114,896}{(1+8.45\%)^{1.5}} + \frac{120,181}{(1+8.45\%)^{2.5}} + \frac{134,315}{(1+8.45\%)^{3.5}} + \frac{483,349 + 5,997,528}{(1+8.45\%)^{4.5}}$$

= (S/000) **4,790,994**

10.2 ACTIVOS PRESCINDIBLES

Los activos prescindibles de Enel Distribución Perú S.A.A. son los siguientes:

TABLA 41: ACTIVOS PRESCINDIBLES

	2014	2015	2016	2017	2018	30/06/2019
Ajuste IPC Nacional Perú	113.20%	108.71%	105.19%	103.64%	101.12%	100.00%
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Efectivo y Equivalentes de efectivo	324,162	69,470	235,481	268,451	101,759	94,808
Otras cuentas por cobrar	26,934	14,644	20,148	20,511	37,000	34,658
Otros activos no financieros	3,227	6,292	6,786	3,830	5,640	7,045
Total	354,323	90,406	262,415	292,793	144,398	136,511

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros Enel Distribución Perú S.A.A

10.3 DEUDA FINANCIERA

TABLA 42: DEUDA FINANCIERA

	2014	2015	2016	2017	2018	30/06/2019
Ajuste IPC Nacional Perú	113.20%	108.71%	105.19%	103.64%	101.12%	100.00%
	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000	S/000
Deuda Financiera	1,436,202	1,372,279	1,521,550	1,453,957	1,497,796	1,503,021

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros Enel Distribución Perú S.A.A

10.4 VALORIZACIÓN Y PRECIO DE ACCIÓN

TABLA 43: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA Y PRECIO DE ACCIÓN

Detalle de estimación

Valor de Activos Operacionales (S/000)	4,790,994
Activos Prescindibles (S/000)	136,511
Exceso (Déficit) en Capital de Trabajo Neto(S/000)	- 167,143
Valor Total de la Empresa(S/000)	4,760,362
Deuda Financiera(S/000)	- 1,503,021
Patrimonio Económico(S/000)	3,257,341
Nº de Acciones (Núm. Real)	638,563,900
Precio de Acción Estimado (\$S)	5.10
Precio de Acción Mercado al 30-06-2019 (\$S)	5.38

Fuente: Elaboración propia.

Tras realizar la valorización por el método de flujo de caja descontado, hemos alcanzado un precio de acción estimado de S\$5.10 valor 5.47% más bajo respecto al de mercado, consideramos que es un valor no muy lejano al real y podría ajustarse en mayor medida, si se logra conocer un mayor detalle los planes de inversión y financiamiento de la compañía a largo plazo y se considera un crecimiento constante de los ingresos, que para esta industria no se produce en la práctica.

11. CONCLUSIONES

El informe de valoración se realizó bajo el método de flujo de caja descontado, considerando la determinación del valor de la empresa al 30 de junio de 2019. Para la proyección de resultados y operaciones de la compañía, se realizaron supuestos de crecimientos estables y acordes a niveles históricos. En materia de nuevas inversiones, se ha determinado un crecimiento que permita una operación continua y que haga frente al crecimiento de clientes que enfrenta año a la compañía y la industria de distribución de energía.

Con todos los antecedentes presentados en el informe, se determinó un valor total los activos de S/000 \$4,790,994, en donde fue descontando el déficit de capital de trabajo que presenta la compañía de S/000 -\$167,143 y fueron incorporados los activos prescindibles de S/000 \$136,511. En base a las proyecciones realizadas se alcanzó un precio de la acción de S\$ 5.10.

El precio de la acción calculado es un 5.47% más bajo que el precio de la acción real registrado al cierre del 30 de junio de 2019. El precio obtenido muestra que el método de valoración de flujo de caja descontado y los supuestos considerados a lo largo del informe han determinado un valor cercano al real, aunque podría serlo aún más, las proyecciones han sido estables y se han desarrollado considerando una industria altamente regulada, con ingresos crecientes, pero las empresas de estas industrias mantienen altos niveles de inversión que influye en las operaciones de corto y mediano plazo, en donde además sus resultados se encuentran relacionados en algún grado al crecimiento del país y el desarrollo de todo el sector, desde la generación hasta la entrega de energía al cliente final.

12. BIBLIOGRAFÍA

12.1 INFORMES Y ESTUDIOS UTILIZADOS

- Memoria Anual Enel Distribución Peru S.A.A 2017 y 2018
- Plan Energético Nacional 2014+2025- Ministerio de Energía y Minas.
- Informe técnico “Comportamiento de la Economía Peruana 2t2019”- INEI
- Informes de Clasificación de Riesgo Diciembre 2018- Class & Asociados S.A.
- Informes de Clasificación de Riesgo Diciembre 2018- PCR Ratings
- Informe de Generación Eléctrica a ingresar 2013-2023- Osinergmin

12.2 SITIOS WEB DE CONSULTA

- Empresa Enel Distribución S.A.A - <https://www.enel.pe/>
- Bolsa de Valores de Lima- <https://www.bvl.com.pe/>
- Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería- <https://www.osinergmin.gob.pe/>
- Banco Central del Perú- <http://www.bcrp.gob.pe/>
- Inst. Nacional de Estadísticas e Informática- <https://www.inei.gob.pe/>
- BBVA RESEARCH- <https://www.bbvaresearch.com/>
- Yahoo Finance- <https://finance.yahoo.com/>
- Investing: Mercados y Análisis- <https://es.investing.com/>

13. ANEXOS

13.1 ANEXO N°1: BENCHMARK INDUSTRIA DE DISTRIBUCIÓN DE ENERGÍA

RAZÓN SOCIAL	Electro Dunas S.A.A
TICKER O NEMOTÉCNICO	EDUNASC1
CLASE DE ACCIÓN	Serie Única
DERECHOS DE CADA CLASE	Acciones Comunes
MERCADO DONDE TRANSA SUS ACCIONES	Bolsa de Valores de Lima
DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA (PROFILE)	Electro Dunas es una empresa dedicada a la distribución y comercialización de energía eléctrica a través de una concesión para las provincias de Ica, Pisco, Chincha, Nazca y Palpa en el departamento de Ica; Castrovirreyna y Huaytará (Huancavelica); y, Lucanas, Parinacochas, Paucar del Sara y Sucre (Ayacucho). Al cierre de 2018, la empresa presenta ventas por S\$354,961 MM (Energía vendida por 716 GWh) y un EBITDA S\$74,514 MM.
SECTOR E INDUSTRIA (CLASIFICACION INDUSTRIAL)	Generación, captación y distribución de energía eléctrica
NEGOCIOS EN QUE SE ENCUENTRA	Electro Dunas se encuentra en el negocio de la distribución eléctrica, que atiende a un total de 241 mil clientes. Las ventas son principalmente generadas por la venta de energía eléctrica en 4 unidades comerciales: Chincha (24%), Ica (48%), Nazca (12%) y Pisco (16%). Al revisar la energía vendida por sectores económicos, esta fue: Agricultura (24%), Minería (6%), Comercial (5%), Pesca(2%) y Textil (1%).
CLASIFICACIÓN DE RIESGO	AA.pe (Apoyo&Asociados)/ AA.pe (Equilibrium)
MAYORES ACCIONISTAS	. Dunas Energy S.A.A 99.96% . Otros 0.04%

RAZÓN SOCIAL	Luz Del Sur S.A.A.										
TICKER O NEMOTÉCNICO	LUSURC1										
CLASE DE ACCIÓN	Serie Única										
DERECHOS DE CADA CLASE	Acciones Comunes										
MERCADO DONDE TRANSA SUS ACCIONES	Bolsa de Valores de Lima										
DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA (PROFILE)	Luz Del Sur S.A.A. es una empresa de distribución de energía eléctrica. Su principal accionista es Ontario Quinta S.R.L. Luz del Sur S.A.A es responsable de la distribución de energía en la zona sur de Lima, una zona de concesión con más de 3,500 km ² , que abarca 30 de los distritos más importantes de Lima Metropolitana. Al cierre de 2018, la empresa presenta ventas por S\$3,024,679 MM y un EBITDA S\$844,052 MM.										
SECTOR E INDUSTRIA (CLASIFICACION INDUSTRIAL)	Generación, captación y distribución de energía eléctrica										
NEGOCIOS EN QUE SE ENCUENTRA	Luz del Sur S.A.A esta dedicada a actividades de distribución, transmisión y generación eléctrica, entre otras asociadas a la explotación y/o disposición de su infraestructura. Esta empresa atiende a más de 1.14 millones de clientes. La energía facturada se concentra principalmente en clientes regulados y libres: Residenciales (32.07%), Comercial (25.14%), Industrial (5.44%) y otros (4.04%) y en el negocio de clientes por concepto de peajes (33.30%).										
CLASIFICACIÓN DE RIESGO	AAA.pe (Class&Asociados)/ AAA.pe (PCR Rating)										
MAYORES ACCIONISTAS	<table> <tr> <td>.Ontario Quinta S.R.L</td> <td>61.16%</td> </tr> <tr> <td>.Peruvian Opportunity Company SAC</td> <td>20.56%</td> </tr> <tr> <td>.Energy Business International SRL</td> <td>1.93%</td> </tr> <tr> <td>.IN-Fondo 2</td> <td>3.20%</td> </tr> <tr> <td>.Otros</td> <td>13.15%</td> </tr> </table>	.Ontario Quinta S.R.L	61.16%	.Peruvian Opportunity Company SAC	20.56%	.Energy Business International SRL	1.93%	.IN-Fondo 2	3.20%	.Otros	13.15%
.Ontario Quinta S.R.L	61.16%										
.Peruvian Opportunity Company SAC	20.56%										
.Energy Business International SRL	1.93%										
.IN-Fondo 2	3.20%										
.Otros	13.15%										

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros Enel Distribución Perú S.A.A

13.2 ANEXO N°2: DETALLE DE EMISION DE BONOS

Cuarto Programa de Bonos Corporativos hasta por US\$150MM

BONO	Quinta Emisión Serie A	Novena Emisión Serie A	Décimo Primera Emisión Serie A	Décimo Tercera Emisión Serie A	Décimo Quinta Emisión Serie A	Décimo Segunda Emisión Serie A
NEMOTECNICO	EDEL4BC5A	EDEL4BC9A	EDEL4BC11A	EDEL4BC13A	EDEL4BC15A	EDEL4BC12A
FECHA EMISION	06/08/2010	13/04/2012	10/05/2012	23/08/2012	07/11/2012	25/01/2013
VALOR NOMINAL	30,000,000	40,000,000	50,000,000	50,000,000	40,000,000	50,000,000
MONEDA	Soles	Soles	Soles	Soles	Soles	Soles
TIPO DE COLOCACION	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
FECHA DE VENCIMIENTO	06/08/2020	13/04/2022	10/05/2032	23/08/2022	07/11/2025	25/01/2033
TIPO DE BONO	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet
TASA CUPON						
PERIODICIDAD	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
NUMERO DE PAGOS	20	20	40	20	26	20
MOTIVO DE EMISION	Los recursos captados por la emisión serán utilizados para el financiamiento de cualquiera de las obligaciones del emisor, incluyéndose el pago, parcial o total de la deuda existente.					
CLASIFICACION DE RIESGO	AAA.pe (Class&Asociados)/ AAA.pe (PCR Rating)					
TASA MERCADO DE COLOCACION	7.43750%	6.28125%	6.06250%	5.56250%	5.00000%	5.12500%
PRECIO DE VENTA EMISION	A la Par	A la Par	A la Par	A la Par	A la Par	A la Par
VALOR DE MERCADO	30,000,000	40,000,000	50,000,000	50,000,000	40,000,000	50,000,000

Fuente: Elaboración propia con información de BVL, PCR Rating e información de Contratos marco de cuarto programa de bonos Enel Distribución S.A.A

Quinto Programa de Bonos Corporativos hasta por US\$300MM

BONO	Primera Emisión Serie A	Quinta Emisión Serie A	Primera Emisión Serie B	Octava Emisión Serie A	Novena Emisión Serie A	Décima Emisión Serie A
NEMOTECNICO	EDEL5BC1A	EDEL5BC5A	EDEL5BC1B	EDEL5BC8A	EDEL5BC9A	EDEL5BC10A
FECHA EMISION	23/08/2013	23/08/2013	20/11/2013	20/11/2013	11/04/2014	12/06/2014
VALOR NOMINAL	50,000,000	35,500,000	50,000,000	60,000,000	100,000,000	60,000,000
MONEDA	Soles	Soles	Soles	Soles	Soles	Soles
TIPO DE COLOCACION	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
FECHA DE VENCIMIENTO	23/08/2020	23/08/2038	20/11/2020	20/11/2038	11/04/2021	12/06/2023
TIPO DE BONO	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet
TASA CUPON						
PERIODICIDAD	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
NUMERO DE CUPONES	14	50	20	50	14	18
MOTIVO DE EMISION	Los recursos captados de la emisión serán utilizados para cubrir necesidades de financiamiento, en forma de refinanciación de vencimientos y formalización de nueva deuda para cubrir nuevas inversiones.					
CLASIFICACION DE RIESGO	AAA.pe (Class&Asociados)/ AAA.pe (PCR Rating)					
TASA MERCADO DE COLOCACION	6.75000%	7.28125%	6.50000%	7.37500%	6.78125%	6.34375%
PRECIO DE VENTA EMISION	A la par					
VALOR DE MERCADO	50,000,000	35,500,000	50,000,000	60,000,000	100,000,000	60,000,000

Fuente: Elaboración propia con información de BVL, PCR Rating e información de Contratos marco de cuarto programa de bonos Enel Distribución S.A.A

Quinto Programa de Bonos Corporativos hasta por US\$300MM Continuación

BONO	Segunda Emisión Serie A	Décimo Séptima Emisión Serie A	Décimo Novena Emisión Serie A	Vigesima Emisión Serie A	Vigesima Primera Emisión Serie A
NEMOTECNICO	EDEL5BC2A	EDEL5BC17A	EDEL5BC19A	EDEL5BC20A	EDEL5BC21A
FECHA EMISION	18/09/2014	16/07/2015	17/03/2016	06/07/2016	12/10/2016
VALOR NOMINAL	80,000,000	70,000,000	70,000,000	100,000,000	72,405,000
MONEDA	Soles	Soles	Soles	Soles	Soles
TIPO DE COLOCACION	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
FECHA DE VENCIMIENTO	18/09/2024	16/07/2019	17/03/2029	06/07/2023	12/10/2024
TIPO DE BONO	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet	Bullet
TASA CUPON					
PERIODICIDAD	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
NUMERO DE CUPONES	20	8	26	14	16
MOTIVO DE EMISION	Los recursos captados de la emisión serán utilizados para cubrir necesidades de financiamiento, en forma de refinanciación de vencimientos y formalización de nueva deuda para cubrir nuevas inversiones.				
CLASIFICACION DE RIESGO	AAA.pe (Class&Asociados)/ AAA.pe (PCR Rating)				
TASA MERCADO DE COLOCACION	6.34375%	6.12500%	8.12500%	6.09375%	6.00000%
PRECIO DE VENTA EMISION	A la par				
VALOR DE MERCADO	80,000,000	70,000,000	70,000,000	100,000,000	72,405,000

Fuente: Elaboración propia con información de BVL, PCR Rating e información de Contratos marco de cuarto programa de bonos Enel Distribución S.A.A

Sexto Programa de Bonos Corporativos hasta por US\$350MM

BONO	Primera emisión - Serie A	Segunda emisión - Serie A	Tercera emisión - Serie A
NEMOTECNICO	EDP6BC1A	EDP6BC2A	EDP6BC3A
FECHA EMISION	13/11/2017	21/03/2018	16/05/2019
VALOR NOMINAL	100,000,000	100,000,000	130,000,000
MONEDA	Soles	Soles	Soles
TIPO DE COLOCACION	Nacional	Nacional	Nacional
FECHA DE VENCIMIENTO	13/11/2025	21/03/2026	16/05/2028
TIPO DE BONO	Bullet	Bullet	Bullet
TASA CUPON			
PERIODICIDAD	Semestral	Semestral	Semestral
NUMERO DE CUPONES	16	16	18
MOTIVO DE EMISION	Los recursos captados de la emisión serán utilizados aproximadamente hasta el 51.03% para la refinanciación de los vencimientos de deuda financiera y aproximadamente hasta el 48.97% para cubrir nuevas inversiones.		
CLASIFICACION DE RIESGO	AAA.pe (Class&Asociados)/ AAA.pe (PCR Rating)		
TASA MERCADO DE COLOCACION	5.71900%	5.37500%	5.90600%
PRECIO DE VENTA EMISION	A la par		
VALOR DE MERCADO	100,000,000	100,000,000	130,000,000

Fuente: Elaboración propia con información de BVL, PCR Rating e información de Contratos marco de cuarto programa de bonos Enel Distribución S.A.A