

# Informe de asesoría sobre la Reorganización de Enersis S.A.

Preparado para el Comité de Directores de Enersis S.A.

**enersis**



*El presente documento ha sido preparado por IM Trust Asesorías Financieras S.A. (en adelante “IM Trust”) a solicitud del Comité de Directores de Enersis S.A (“Enersis”, “ENI” o la “Compañía”) para el uso privado y exclusivo de la Compañía y su Comité de Directores.*

*Las recomendaciones y conclusiones del presente documento constituyen el mejor parecer u opinión de IM Trust respecto de la Reorganización de Enersis al tiempo de emisión de este documento, considerando las metodologías utilizadas para tal efecto y la información que se tuvo a disposición. Las conclusiones de este documento podrían variar si se dispusieran de otros antecedentes o información adicional. IM Trust no tendrá obligación alguna de comunicar dichas variaciones como así tampoco cuando las opiniones o información contenidas en el documento se modificaren.*

*Para la elaboración del presente documento, IM Trust se ha basado única y exclusivamente en la información entregada por Enersis y en información pública, respecto de las cuales IM Trust ha asumido, sin realizar una verificación independiente, su completa y total integridad y exactitud. De esta manera, IM Trust no asume responsabilidad alguna respecto de la información revisada ni por las conclusiones que puedan derivarse de cualquier error, inexactitud y/o falsedad de dicha información.*

*Asimismo, las conclusiones del documento pueden basarse en supuestos que pueden estar sujetos a incertidumbres significativas y contingencias económicas y de mercado, tales como flujos, proyecciones, estimaciones y apreciaciones, cuya ocurrencia puede ser difícil de predecir y muchos de ellos podrían incluso estar fuera del alcance de Enersis, de modo que no existe certeza alguna acerca del grado de cumplimiento de tales supuestos. Bajo ninguna circunstancia la utilización o incorporación de tales flujos, proyecciones o estimaciones podrán ser consideradas como una representación, garantía o predicción de IM Trust con respecto a su ocurrencia, como así tampoco el de los supuestos subyacentes a los mismos.*

1.	Resumen ejecutivo	4
2.	Antecedentes y alcance de la evaluación	19
3.	Descripción de la Reorganización	23
4.	Consideraciones generales y esquema de análisis	27
5.	Consideraciones del modelo de negocio	31
6.	Impacto de la Reorganización en el valor de mercado de Enersis	36
i.	Consideraciones de descuento de <i>holding</i>	36
ii.	Consideraciones de liquidez	45
iii.	Consideraciones sobre la clasificación de riesgo	50
iv.	Resumen	54
7.	Impactos de flujo de caja de la Reorganización en el valor de Enersis	56
i.	Impactos en EBITDA	56
ii.	Impactos tributarios	59
iii.	Costos de la transacción ( <i>one-off</i> )	62
iv.	Resumen	64
8.	Estimación de las participaciones relativas en la fusión en ENI Américas	66
i.	Participaciones relativas según valorización por flujos de caja descontados	68
ii.	Participaciones relativas según valorización por múltiplos y capitalización de mercado	72
iii.	Resumen	75
9.	Respuestas a preguntas realizadas por miembros del Comité de Directores de Enersis	77

## RESUMEN EJECUTIVO

1

# Antecedentes de la Reorganización

IMTrust



- Enersis S.A. (“Enersis”, “ENI” o la “Compañía”) ha comunicado al mercado<sup>(1)</sup> que está analizando un proceso de reorganización societaria (la “Reorganización”), con el objetivo de:
  1. Simplificar la estructura societaria de la Compañía
  2. Aflorar valor en las compañías que forman parte del grupo Enersis
  3. Generar valor para todos los accionistas
- La Reorganización incluiría la separación de las actividades de generación y distribución en Chile del resto de las actividades desarrolladas fuera de Chile por el grupo Enersis, y se realizaría en dos etapas:

## Etapas 1:

### División de ENI, EOC y Chilectra

- División de Enersis, Empresa Nacional de Electricidad S.A. (“EOC”) y Chilectra S.A. (“Chilectra”) surgiendo:
  - “EOC Américas”: se le asignarían las participaciones, activos y pasivos que EOC tenga fuera de Chile
  - “Chilectra Américas”: se le asignarían las participaciones, activos y pasivos que Chilectra tenga fuera de Chile, y
  - “ENI Chile”: se le asignarían las participaciones, activos y pasivos de Enersis en Chile, incluyendo las participaciones en Chilectra y EOC (luego de la división de estas sociedades)
    - En la sociedad escindida de Enersis (a denominarse “ENI Américas”), permanecerían las participaciones, activos y pasivos de Enersis fuera de Chile, incluyendo las participaciones en EOC Américas y Chilectra Américas
- La deuda financiera y la caja de ENI, EOC y Chilectra (a nivel individual) sería asignada según información entregada por la Compañía

## Etapas 2:

### Fusión en ENI Américas

- Fusión entre las sociedades que agrupen las participaciones fuera de Chile de ENI, EOC y Chilectra
- Se implementaría a través de una fusión por absorción en ENI Américas de las sociedades EOC Américas y Chilectra Américas
- ENI estima que esta Etapa 2 y la Reorganización podría concluir dentro del tercer trimestre del año 2016 según comunicación al mercado de julio de 2015

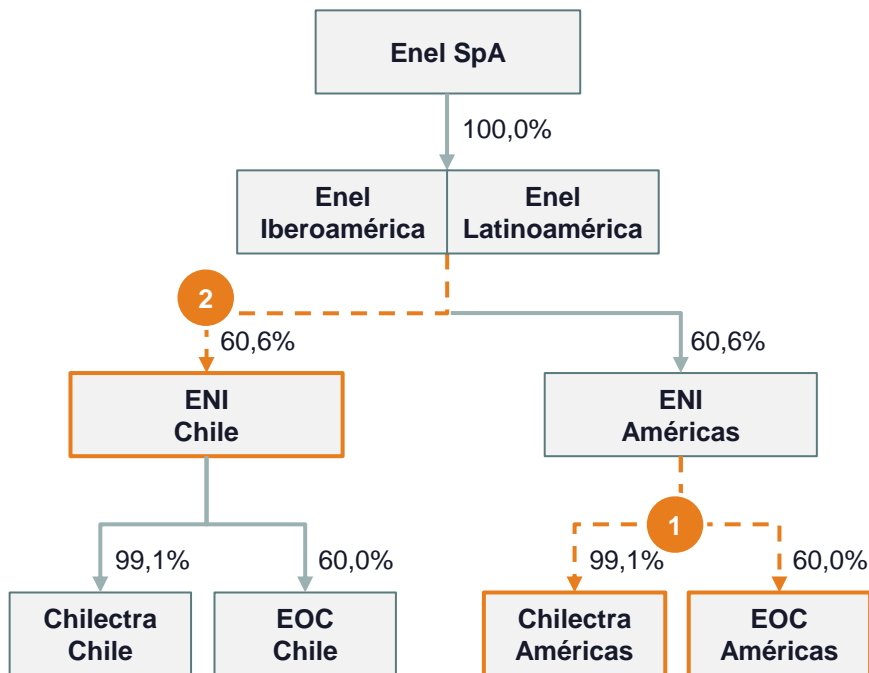
- ENI Chile y ENI Américas estarían radicadas en Chile y sus acciones cotizarían en los mismos mercados donde actualmente cotizan las acciones de ENI
- Ninguna de las operaciones descritas requerirían aportación de recursos financieros adicionales por parte de los accionistas de ENI, EOC o Chilectra

<sup>(1)</sup> Según hecho esencial de ENI enviado a la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile de fecha 27 de julio de 2015 y presentación corporativa de ENI de fecha 28 de julio de 2015

- IM Trust Asesorías Financieras S.A. ("IM Trust"), actúa como asesor financiero del Comité de Directores de Enersis con respecto a la Reorganización. El alcance de dicha asesoría será equivalente al contemplado en la Ley n° 18.046 de Sociedades Anónimas en su artículo 147, referido a evaluadores independientes
- De acuerdo a lo anterior, en su calidad de asesor del Comité de Directores, IM Trust preparó este informe (en adelante el "Informe") que contiene entre otros los siguientes elementos:
  - Una descripción de la Reorganización propuesta
  - Una evaluación sobre si la Reorganización contribuye al interés social de Enersis
  - Una estimación sobre las participaciones relativas en la fusión en ENI Américas, que a nuestro juicio al día de hoy se ajustarían a términos de mercado
- Como parte del análisis, IM Trust ha incluido en el Informe lo siguiente:
  - Un análisis del racional estratégico y potenciales impactos en el valor y riesgos asociados con respecto a la Reorganización, con el fin de estimar si la misma contribuye al interés social de Enersis
  - Una estimación de las participaciones relativas para la fusión entre ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas en el marco de la Reorganización
- Cabe destacar que por no estar dentro del alcance de esta asesoría, este Informe no considera:
  - Un análisis de las ventajas y desventajas de estructuras alternativas o mecanismos de ejecución alternativos para llevar a cabo la Reorganización que aquí se evalúa
  - Un análisis detallado sobre la factibilidad técnica, comercial, legal y/o de otra índole sobre la ejecución de la Reorganización

# Estructura de la Reorganización

## I División de ENI, EOC y Chilectra

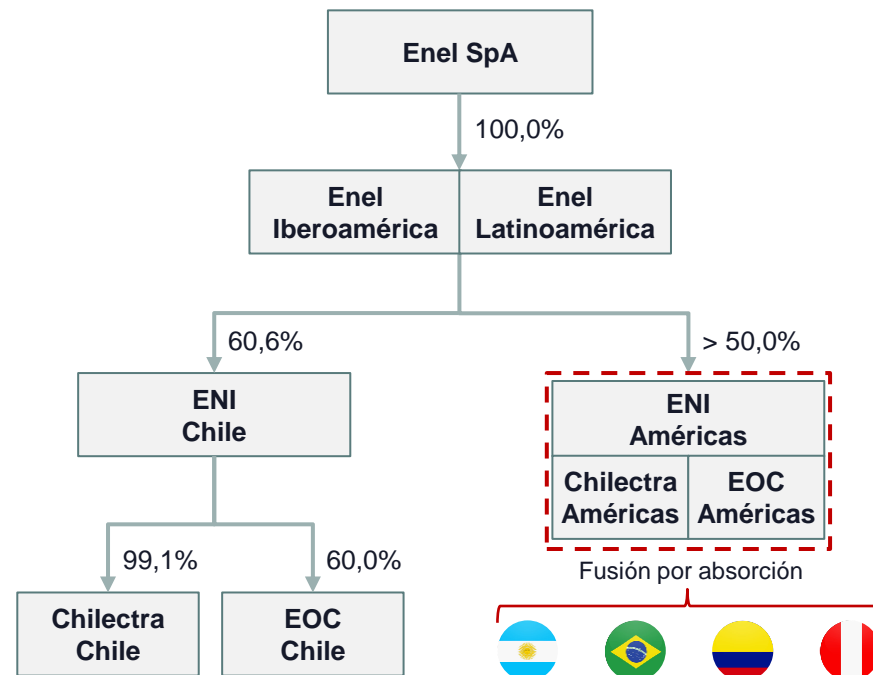


1 División de los activos fuera de Chile de Chilectra y EOC en nuevas sociedades a denominarse Chilectra Américas y EOC Américas, respectivamente

2 División de los activos chilenos de ENI en una nueva sociedad a denominarse ENI Chile

Nuevas sociedades originadas por la Reorganización

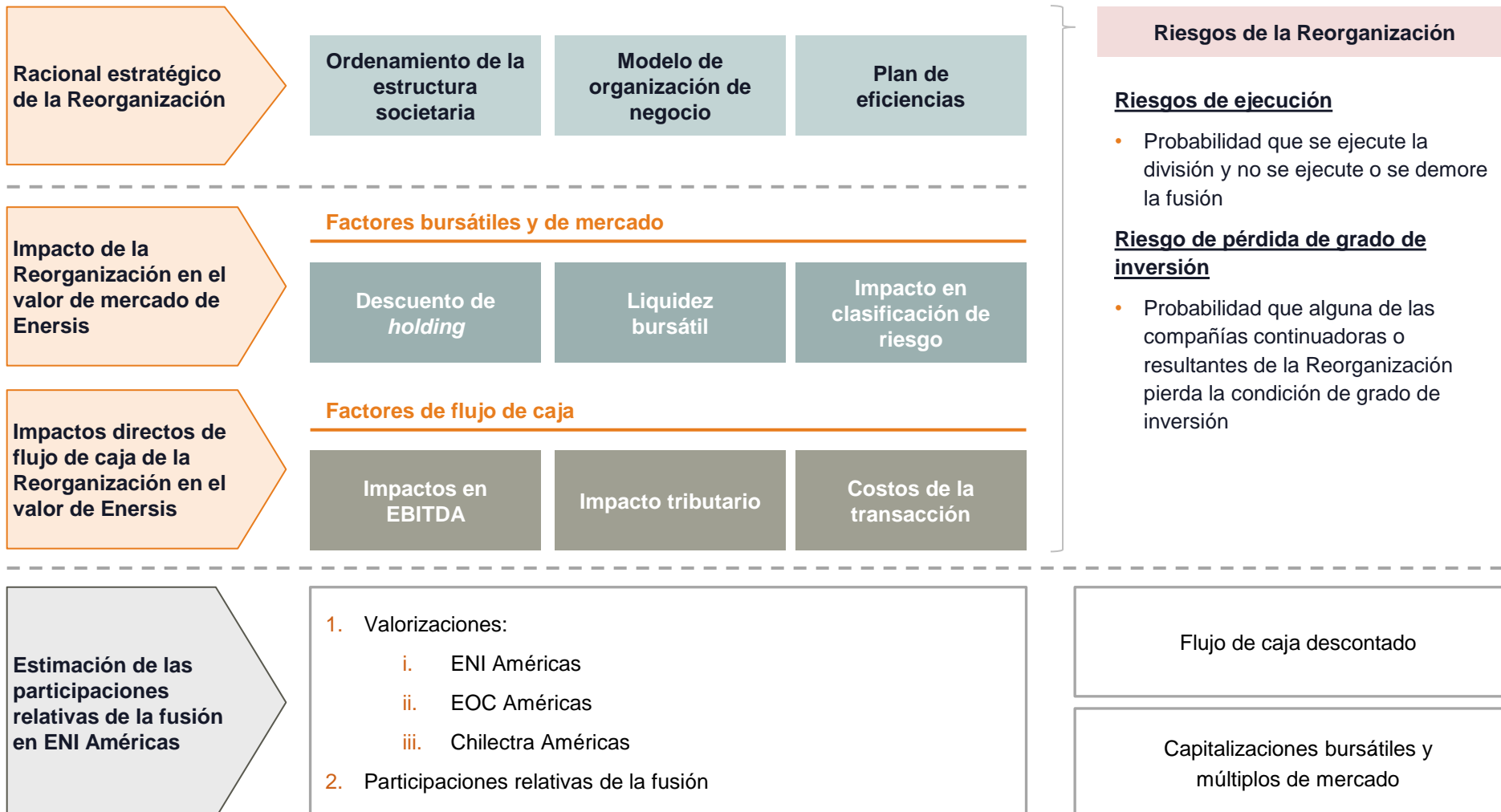
## II Fusión de EOC Américas y Chilectra Américas en ENI Américas



- Fusión por absorción por parte de ENI Américas de las sociedades Chilectra Américas y EOC Américas
- Las relaciones de canje para la fusión se definirán en las respectivas juntas de accionistas que aprueben la fusión
- ENI Américas y ENI Chile quedarían domiciliadas en Chile

# Esquema de análisis

- A continuación se presenta el esquema de análisis seguido en el presente Informe:





# Racional estratégico de la Reorganización

1

## Ordenamiento de la estructura societaria

- La estructura societaria y de gestión de ENI se ha ido complejizando en el tiempo con la existencia de propiedades cruzadas entre las distintas sociedades del grupo Enersis. La Reorganización propuesta persigue el ordenamiento de la estructura societaria y su administración
- La separación de ENI en compañías con ofertas de crecimiento, inversión y dividendos distintas podría resultar en:
  - Atraer nuevos inversionistas con distintas preferencias de inversión, potencialmente reduciendo brechas de valorización con sus comparables
  - Mayor flexibilidad para optimizar la exposición bursátil de los accionistas actuales a los distintos mercados
- La reducción de costos de administración de *holding* y el mejor ordenamiento de la estructura, acercando las filiales operativas a los accionistas, podría reducir en alguna medida el descuento de *holding* histórico que ha tenido ENI

2

## Modelo de organización integrado por zona geográfica

- Es natural que el modelo de estructura organizacional sea resorte del accionista controlador y referente industrial u operador. En este caso, Enel tiene una preferencia por un modelo organizado principalmente por mercado geográfico
- Del análisis realizado en la presente asesoría, no es posible distinguir la existencia de un modelo organizacional predominante entre las principales empresas eléctricas integradas, coexistiendo en la práctica modelos ordenados geográficamente o por negocio. Dentro de las multinacionales extranjeras que operan en Chile y América Latina ("LatAm") en otras industrias, lo más habitual es que cada país reporte directamente a la casa matriz
- En tal sentido:
  - La agrupación en Chile de ENI es entendible, pero se hace menos evidente el racional de agrupar las participaciones de ENI fuera de Chile en un *holding* basado en Chile
  - Desde la óptica de similitud y dinámicas de mercados, podría ser lógico también separar Brasil o agrupar Chile, Perú y Colombia, o incluso hacer que cada mercado / país dependa directamente de la matriz Enel. Estos escenarios alternativos no han sido evaluados en el presente Informe al no estar dentro del alcance de esta asesoría
- Al respecto, consideramos que es importante que el accionista controlador y el Directorio de ENI comuniquen al mercado claramente cuál es la estructura de largo plazo y expliquen los potenciales pasos futuros y las condiciones necesarias para que éstos se den

3

## Plan de eficiencias

- En conjunto con la Reorganización, la Compañía ha presentado un plan de eficiencias a nivel de costos operativos y gastos de administración de los *holdings*
- El plan de eficiencias presentado al Directorio implica ahorros significativos y que se lograrían en régimen a partir del año 2019
  - Plan de eficiencias considera ahorros tanto a nivel de unidades *holdings* como también ahorros a niveles operativos en los que la Reorganización actuaría como catalizador
  - Para fines del análisis llevado a cabo en este Informe sobre el impacto directo de la Reorganización en flujo de caja, se ha considerado sólo la porción de los ahorros atribuibles a la Reorganización según se detalla más adelante, lo que no presupone una valoración sobre la capacidad de implementación y probabilidad de éxito de dicho plan

# Potencial impacto de la Reorganización en el valor de mercado de Enersis

1

## Consideraciones de descuento de *holding*

- El descuento de *holding* actual de ENI se estima en 22%, el cual se encuentra en línea con el descuento de otros *holdings* en Chile
  - Parte de dicho descuento se debe a que EOC y Chilectra cotizan a múltiplos por debajo de la media de sus empresas comparables en Chile
- La Reorganización podría reducir el descuento de *holding* de ENI en hasta 5%, llevándolo a 17%, lo que implicaría un mayor valor de aproximadamente USD 768 millones (~6% de la capitalización bursátil actual de ENI)
- Este impacto podría producirse principalmente por:
  - Potencial re-valorización de EOC Chile y Chilectra Chile
    - Dado que EOC Chile y Chilectra Chile serían principalmente empresas *pure-play* de generación y distribución en Chile, podría existir un espacio para que sus valorizaciones converjan a múltiplos de mercado similares a los de sus comparables locales. Lo anterior, en la medida que el mercado perciba un nivel de crecimiento y rendimiento futuro similar a los de dichos comparables
  - Posible reducción del descuento de *holding* de ENI Chile a niveles de hasta 12% (siendo esta cifra el descuento de IAM, matriz de Aguas Andinas que posee actualmente el menor descuento de *holding* en Chile) que se podría dar en la medida que:
    - ENI Chile sea un *holding* eficiente con bajos costos de administración
    - ENI Chile tenga una política de dividendos clara y con mínimas fricciones respecto de los dividendos recibidos de sus filiales EOC Chile y Chilectra Chile
- El posible descuento de *holding* de ENI también considera que el descuento de *holding* a nivel de ENI Américas se mantenga en niveles de 22% (actual descuento de *holding* de ENI)

2

## Consideraciones de liquidez

- Si bien ENI Américas, ENI Chile y EOC Chile tendrían una capitalización bursátil y flotación menor a ENI y EOC, sus respectivas capitalizaciones bursátiles y niveles de flotación deberían situarlas entre las 15 principales empresas listadas en Chile. Lo anterior debiera resultar en niveles de liquidez también en el rango alto para la bolsa local
- De nuestro análisis, no resulta esperable que las empresas resultantes dejen de calificar dentro de los principales índices bursátiles donde figuran ENI y EOC actualmente
- En base a cotizaciones de empresas eléctricas en Chile y LatAm, no queda en evidencia que la eventual menor liquidez de las nuevas sociedades necesariamente pueda generar un impacto significativo en el valor de éstas
- Si bien la liquidez es un atributo deseado en una empresa, la evidencia indica que el impacto en la liquidez producto de la Reorganización no debiera modificar significativamente el valor de las compañías resultantes

3

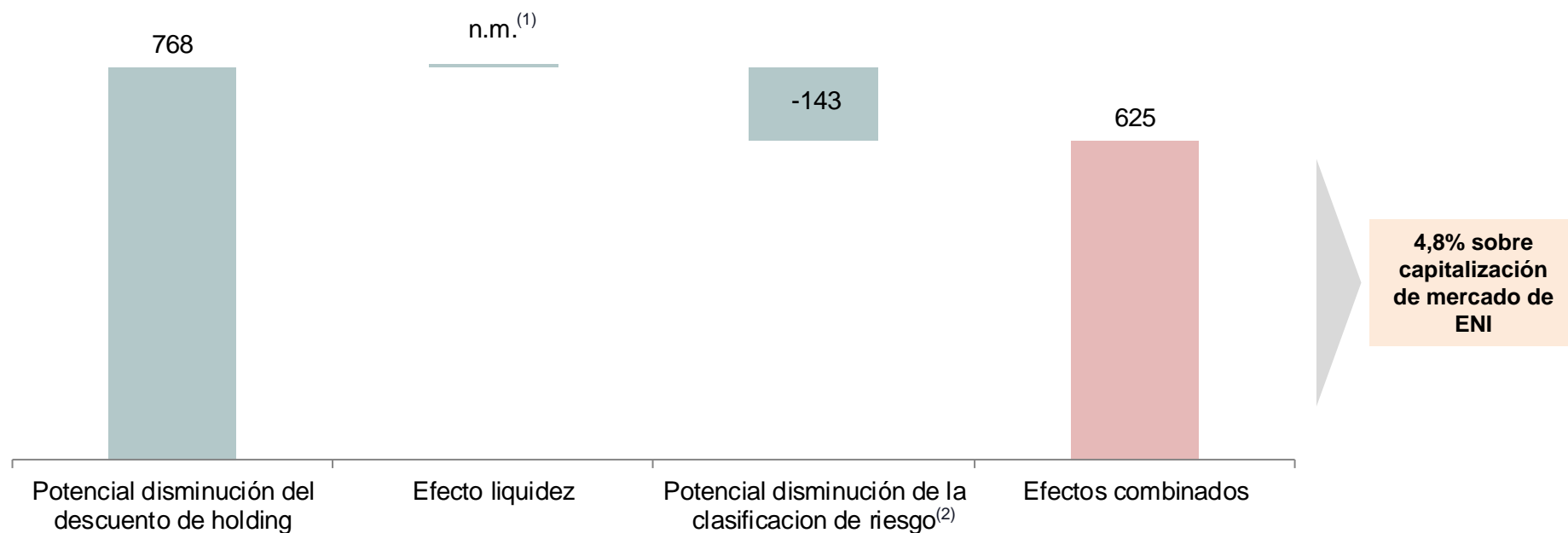
## Consideraciones sobre impacto en clasificación de riesgo

- Considerando el menor tamaño que tendrían ENI Américas y ENI Chile, su menor diversificación y, para el caso de ENI Américas, la mayor exposición relativa a mercados con un perfil de riesgo mayor, sería esperable una disminución de la clasificación de riesgo de la deuda de alguna de las compañías resultantes
- En tal escenario, y bajo el supuesto que ninguna de las compañías deje de tener el grado de inversión, una menor clasificación de riesgo podría incrementar el costo de endeudamiento de largo plazo de dichas compañías y, por lo tanto, podría afectar su costo promedio de capital (WACC), pudiendo impactar negativamente el valor de mercado de estas compañías
- Bajo ciertos escenarios de sensibilidad, se estima que el valor presente de dicho efecto negativo para los accionistas de ENI sería en promedio USD 143 millones

# Potenciales impactos de valor de mercado para los accionistas de ENI

Desde el punto de vista de la valorización de mercado (bursátil) para los accionistas de ENI se aprecian 3 efectos potenciales:  
(i) disminución del descuento de *holding*, (ii) liquidez y (iii) disminución de la clasificación de riesgo de la deuda

Cifras en USD millones



(1) Se asume que dicho impacto no sería significativo

(2) Considera el promedio entre el rango de impactos eventuales para los accionista de ENI

# Potencial impacto en el valor de ENI por impactos directos de la Reorganización en sus flujos de caja

IMTrust

CREDICORP  
capital

1

## Impactos en EBITDA

- En conjunto con la Reorganización, ENI ha presentado un plan de eficiencias para los siguientes años principalmente a nivel operativo y en gastos de *holdings* por un ahorro anual en año régimen de USD 378 millones (antes de impuestos), el cual no incluye los impactos tributarios explicados a continuación
- En base a lo comunicado por la Compañía, éstas eficiencias serían alcanzables gradualmente entre el año 2016 y 2019 (año régimen)
- Para fines de estimar los impactos atribuibles directamente a la Reorganización, en el presente análisis se considera una porción de estas eficiencias por un ahorro anual en año régimen de USD 18 millones antes de impuestos (4,8% de los ahorros contemplados en el plan), lo que no presupone una valoración sobre la capacidad de implementación y probabilidad de éxito de los ahorros no considerados en nuestro análisis
- En caso de lograrse, los ahorros relacionados directamente a la Reorganización representarían para el accionista de ENI un valor presente neto de USD 141 millones

2

## Impactos tributarios

- Según lo informado por la Compañía, la Reorganización tendría como consecuencia una serie de impactos tributarios que se resumen en:
  - Costos a ser incurridos por EOC y Chilectra al momento de las divisiones y antes de la fusión
  - Beneficios por eficiencias tributarias a ser percibidos por ENI Américas en el tiempo por eliminación de restricciones al uso de créditos por impuestos pagados fuera de Chile y por ahorros en créditos fiscales por pasar a llevar contabilidad tributaria en moneda extranjera
- Bajo ciertos escenarios de sensibilidad, se estima que dichos impactos tributarios representarían para el accionista de ENI un valor presente neto de USD 270 millones

3

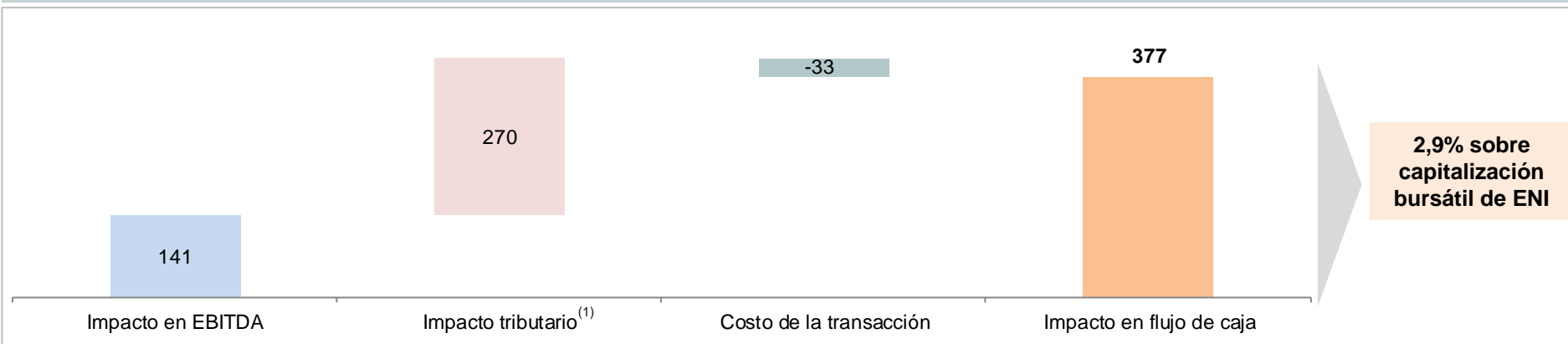
## Costos de la transacción

- Según lo informado por la Compañía, el presupuesto de costos *one-off* de la Reorganización se estima en USD 41 millones, de los cuales un 48% sería incurrido por ENI, 44% por EOC y 8% por Chilectra
  - Dichos costos incluyen USD 8 millones que la Compañía considera opcionales a ser destinados a eventuales procesos de *liability management*, de ser requeridos
- En base a dicho presupuesto el costo directo e indirecto para el accionista de ENI sería de USD 33 millones

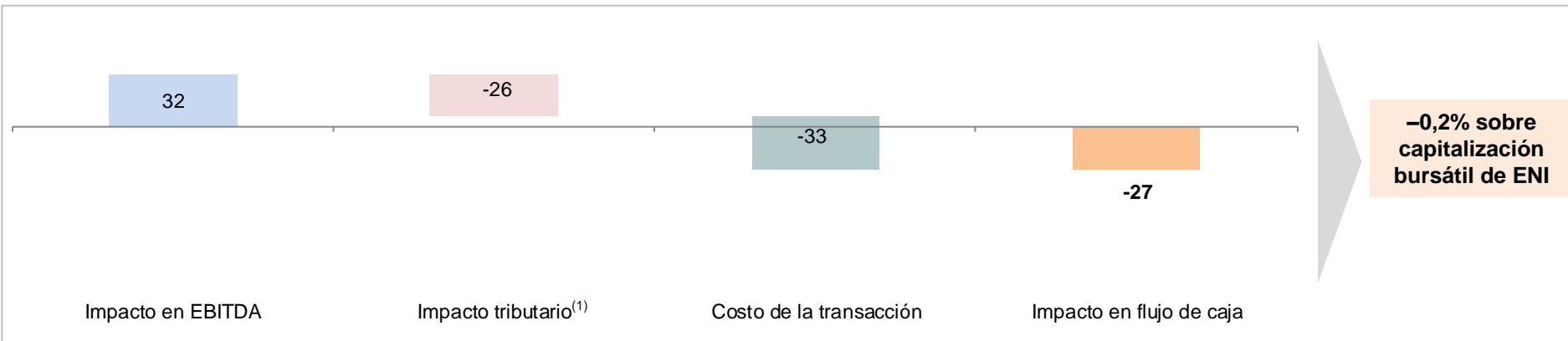
# Potenciales impactos en flujo de caja para los accionistas de ENI

El valor presente neto (VPN) en impactos de flujo de caja a perpetuidad para los accionistas de ENI sería de ~USD 377 millones (2,9% de cap. bursátil de ENI), y el VPN en un horizonte de tiempo de 5 años tendría un valor negativo de ~USD 27 millones (–0,2% de cap. bursátil de ENI)

Valor presente neto en impactos de flujo de caja a perpetuidad para los accionistas de ENI (USD millones)



Valor presente en el periodo 2016 a 2020 de impactos de flujo de caja para los accionistas de ENI (USD millones)



(1) Considera la suma de (i) el valor presente de los flujos en el periodo 2016 a 2020 bajo el escenario con contabilidad tributaria en moneda extranjera para ENI Américas, y (ii) el promedio entre el valor presente a perpetuidad de los impactos tributarios para los accionistas de ENI bajo un escenario con y sin contabilidad tributaria en moneda extranjera para ENI Américas

# Principales riesgos de la Reorganización

IMTrust



- Existen riesgos que son inherentes a los negocios en que participa Enersis, tales como riesgos de mercado, regulatorios, climáticos, etc., y que no están directamente relacionados ni son atribuibles a la Reorganización
- Dentro de los riesgos que sí son atribuibles a la Reorganización, hemos identificado dos que podrían afectar de manera significativa los resultados de la misma de no estar adecuadamente mitigados y cuya probabilidad de ocurrencia no está considerada en los resultados del análisis

## Riesgo de ejecución

- Riesgo de que se ejecute la división de ENI, EOC y Chilectra, y que la fusión de las sociedades resultantes de dicha división no se logre materializar o se demore más allá de lo razonable
- El escenario en que se ejecuten las divisiones y no se realice la fusión podría darse, entre otros, por alguno de los siguientes eventos:
  - No aprobación de la fusión por la junta de accionistas de ENI Américas, EOC Américas y/o Chilectra Américas
  - Ejercicio del derecho a retiro por los accionistas de ENI Américas, EOC Américas y/o Chilectra Américas por un monto superior a aquel establecido como condiciones de la fusión, o de no existir tal condición, que financieramente no se pueda solventar
  - No otorgamiento o demora excesiva de autorizaciones o requerimientos regulatorios (libre competencia, SVS, etc.)
  - Judicialización del proceso
- Dicho escenario podría afectar a la Reorganización al menos en los siguientes aspectos:
  - No lograr el ordenamiento de la estructura societaria planteado al mantenerse las propiedades cruzadas sobre las filiales de ENI
  - Mayor dificultad en implementar el plan de eficiencias presentado por la Compañía en conjunto con la Reorganización, llegando incluso a incurrirse en mayores costos por tener que mantener un número mayor de empresas *holding* abiertas en bolsa
  - Liquidez bursátil insuficiente producto del menor tamaño de las sociedades ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas por separado (no fusionadas), pudiendo perjudicar el valor de mercado de tales sociedades
  - Mayor probabilidad de pérdida de la calificación crediticia de grado de inversión en algunas de las *holding* resultantes pudiendo afectar su condición financiera y valor de mercado

## Riesgo de pérdida de grado de inversión

- Riesgo de que, como consecuencia de la Reorganización, ENI Américas, ENI Chile y/o EOC Chile, pierdan la condición crediticia de grado de inversión a nivel internacional
- Dicho escenario podría afectar a la Reorganización al menos en los siguientes aspectos:
  - Aumento del costo de endeudamiento de largo plazo pudiendo tener un efecto significativo en el valor de mercado de las empresas afectadas y su competitividad futura
  - Potencial exclusión del universo de inversionistas que podrían invertir en dichas sociedades tanto a nivel de capital como de la deuda
  - Activación de cláusulas de mantenimiento del grado de inversión en contratos de deuda actuales

# Metodología para la estimación de las participaciones relativas en la fusión en ENI Américas

- En su etapa final, la Reorganización comprendería la fusión entre ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas
- La metodología utilizada para estimar las participaciones relativas es la siguiente:

## Flujo de caja descontado ("FCD")

- Valorización por FCD de cada una de las sociedades que conformarían ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas
  - Valorizaciones en base a proyecciones entregadas por la Compañía
- Valorización por suma de partes para ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas
- Participaciones relativas en base a las valorizaciones relativas y composición de deuda financiera neta de cada sociedad

## Cotizaciones y comparables de mercado

- Valorización de cada una de las sociedades que conformarán ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas, considerando:
  - Capitalizaciones bursátiles para las sociedades que están abiertas en bolsa con cierta liquidez
  - Múltiplos de mercado de empresas abiertas según negocios y países
- Valorización por suma de partes para ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas
- Participaciones relativas en base a las valorizaciones relativas y composición de deuda financiera neta de cada sociedad

**Rango de participaciones relativas según los resultados obtenidos separadamente de ambas metodologías**

# Rango de las participaciones relativas en la fusión de ENI Américas

	ENI Américas	EOC Américas	Chilectra Américas
Participación relativa según valorización por FCD	54,67%	35,99%	9,34%
Participación relativa según valorización por criterios de mercado	53,51%	35,61%	10,89%
<b>Rango de participaciones relativas en ENI Américas</b>	<b>53,51% - 54,67%</b>	<b>35,61% - 35,99%</b>	<b>9,34% - 10,89%</b>

## Grupo de accionistas de ENI Américas

	Enel	Accionistas minoritarios de ENI	Accionistas minoritarios de EOC	Accionistas minoritarios de Chilectra
Propiedad en ENI Américas según valorización por FCD	51,84%	33,67%	14,40%	0,08%
Propiedad en ENI Américas según valorización por criterios de mercado	51,92%	33,73%	14,25%	0,10%
<b>Rango de propiedad en ENI Américas</b>	<b>51,84% - 51,92%</b>	<b>33,67% - 33,73%</b>	<b>14,25% - 14,40%</b>	<b>0,08% - 0,10%</b>



# Conclusiones (1/2)

- La Reorganización propuesta tiene aspectos positivos que podrían generar beneficios para los accionistas de Enersis en el mediano y largo plazo:
  - Tiende al ordenamiento de la estructura societaria de acuerdo a un esquema por mercado geográfico, eliminando participaciones cruzadas y facilitando la toma de decisiones y ejecución de las mismas
  - Otorga mayor flexibilidad a los actuales accionistas y aumenta las alternativas de inversión para futuros inversionistas que prefieran perfiles de riesgo, estrategias de inversión y políticas de dividendos más segmentados
  - Genera, en nuestra estimación, bajo los supuestos que se detallan en el Informe y bajo dos enfoques alternativos, posibles efectos positivos en la valorización de Enersis por los siguientes conceptos (efectos que no son necesariamente aditivos):
    - Potencial ajuste del valor de mercado (bursátil) producto de potenciales re-valorizaciones de activos y disminución de descuentos de *holding* de ENI por hasta USD 625 millones (~5% de la capitalización bursátil actual de ENI)
    - Desde la perspectiva de impactos en flujo de caja, un valor presente neto para los accionistas de Enersis por hasta USD 377 millones (~3% de la capitalización bursátil actual de ENI) derivados principalmente de planes de eficiencia a nivel *holding*, impactos tributarios y costos de la transacción
- Para que se produzcan los efectos indicados, hemos asumido que se cumplen ciertas condiciones, las cuales podrían no necesariamente darse y por tanto su ocurrencia y riesgo deben ser verificadas y monitoreadas por el Directorio de Enersis, dado que su no cumplimiento haría la Reorganización muy onerosa o incluso inconveniente. Dichas condiciones son:
  - Que la Reorganización se lleve a cabo íntegramente respecto a todas sus etapas, desde la división de ENI, EOC y Chilectra, y hasta la fusión de ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas, en los términos planteados y en un horizonte de tiempo razonable
  - Que como consecuencia de la Reorganización, no sea previsible esperar que ENI Américas, ENI Chile y/o EOC Chile resulten con un *rating* crediticio internacional por debajo del grado de inversión
  - Que se establezca una política de dividendos clara y definida para ENI Chile y se comuniquen planes de negocio para EOC Chile y Chilectra Chile con proyecciones de crecimiento y rentabilidad que justifiquen al menos niveles de valorización comparables con los de sus pares locales
  - Que se aprueben e implementen los planes de eficiencia presentados al Directorio, al menos en la parte directamente relacionada con la administración de los *holdings* en Chile, tal como se consideró en este Informe
- Adicionalmente, consideramos relevante para el mercado y para los accionistas de Enersis:
  - Que se comunique al mercado claramente cuál podría ser la evolución de la estructura organizacional del grupo Enersis en el largo plazo y se expliquen, según corresponda, los potenciales pasos futuros y las condiciones para su implementación
  - Que se presenten y expliquen al mercado los planes de eficiencia aprobados por el Directorio en conjunto con la Reorganización

## Conclusiones (2/2)

IMTrust

CREDICORP  
capital  
NEP Capital | Corredor | IMTrust

- Con respecto a las participaciones relativas para la fusión entre ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas, estimamos que las participaciones en la sociedad fusionada (ENI Américas post fusión) que se ajustan a condiciones de mercado se encuentran en los siguientes rangos:
  - ENI Américas: entre 53,51% y 54,67%
  - EOC Américas: entre 35,61% y 35,99%
  - Chilectra Américas: entre 9,34% y 10,89%
- Por lo tanto, las participaciones que los distintos grupos de accionistas de ENI, EOC y Chilectra tendrían en ENI Américas post fusión (considerando sus participaciones actuales en ENI, EOC y Chilectra) serían:
  - Enel: entre 51,84% y 51,92%
  - Accionistas minoritarios de ENI: entre 33,67% y 33,73%
  - Accionistas minoritarios de EOC: entre 14,25% y 14,40%
  - Accionistas minoritarios de Chilectra: entre 0,08% y 0,10%

## ANTECEDENTES Y ALCANCE DE LA EVALUACIÓN

# 2

# Antecedentes de la Reorganización (1/2)

IMTrust



- Enersis ha comunicado al mercado<sup>(1)</sup> que está analizando la Reorganización, con el objetivo de:
  1. Simplificar la estructura societaria de la Compañía
  2. Aflorar valor en las compañías que forman parte del grupo Enersis
  3. Generar valor para todos los accionistas
- La Reorganización incluiría la separación de las actividades de generación y distribución en Chile del resto de las actividades desarrolladas fuera de Chile por el grupo Enersis, y se realizaría en dos etapas:

## Etapas 1:

### División de ENI, EOC y Chilectra

- División de Enersis, EOC y Chilectra surgiendo:
  - “EOC Américas”: se le asignarían las participaciones, activos y pasivos que EOC tenga fuera de Chile
  - “Chilectra Américas”: se le asignarían las participaciones, activos y pasivos que Chilectra tenga fuera de Chile, y
  - “ENI Chile”: se le asignarían las participaciones, activos y pasivos de Enersis en Chile, incluyendo las participaciones en Chilectra y EOC (luego de la división de estas sociedades)
    - En la sociedad escindida de Enersis (a denominarse “ENI Américas”), permanecerían las participaciones, activos y pasivos de Enersis fuera de Chile, incluyendo las participaciones en EOC Américas y Chilectra Américas
- La deuda financiera y la caja de ENI, EOC y Chilectra (a nivel individual) sería asignada según información entregada por la Compañía

## Etapas 2:

### Fusión en ENI Américas

- Fusión entre las sociedades que agrupen las participaciones fuera de Chile de ENI, EOC y Chilectra
- Se implementaría a través de una fusión por absorción en ENI Américas de las sociedades EOC Américas y Chilectra Américas
- ENI estima que esta Etapa 2 y la Reorganización podría concluir dentro del tercer trimestre del año 2016 según comunicación al mercado de julio de 2015

- ENI Chile y ENI Américas estarían radicadas en Chile y sus acciones cotizarían en los mismos mercados donde actualmente cotizan las acciones de ENI
- Ninguna de las operaciones descritas requerirían aportación de recursos financieros adicionales por parte de los accionistas de ENI, EOC o Chilectra

<sup>(1)</sup> Según hecho esencial de ENI enviado a la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile de fecha 27 de julio de 2015 y presentación corporativa de ENI de fecha 28 de julio de 2015

## Antecedentes de la Reorganización (2/2)

IMTrust

CREDICORP  
capital  
AFP Capital | Corredor | IMTrust

- El 20 de julio de 2015 y en respuesta a la consulta reservada realizada por Enersis el 18 de mayo de 2015 y a las presentaciones realizadas por AFP Habitat y AFP Capital, la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (la “SVS”) publicó un oficio ordinario el cual respondía a las presentaciones efectuadas en el marco de la Reorganización
- Las principales conclusiones y consideraciones de la SVS con respecto a la Reorganización fueron las siguientes:
  1. No le es aplicable la normativa sobre operaciones con partes relacionadas de la Ley nº 18.046 de Sociedades Anónimas, sino que solo a las disposiciones especiales que regulan las etapas de la Reorganización
  2. Estaría sujeta a la aprobación de las juntas de accionistas de ENI, EOC y Chilectra
  3. Con respecto a la divisiones, no hay una enajenación de activos de las sociedades continuadoras a las nuevas sociedades resultantes de las divisiones, por lo que no resultaría aplicable a las divisiones el derecho a retiro dispuesto en el número 2 del inciso cuarto del artículo 69 de la Ley nº 18.046 de Sociedades Anónimas
  4. Con respecto al proceso de fusión, se deberá poner a disposición del público y los accionistas informes emitidos por peritos independientes sobre el valor estimado de las entidades que se fusionarían y las relaciones de canje correspondientes
  5. El Directorio de ENI, EOC y Chilectra, deberá fundamentar la propuesta que lleve a las respectivas juntas de accionistas en base a información suficiente, amplia y oportuna sobre la Reorganización en su conjunto, bajo las siguientes consideraciones:
    - i. Las distintas etapas de la Reorganización no deberán ser analizadas de forma independiente o autónomas
    - ii. La propuesta sea la más conveniente para el interés social de las respectivas sociedades
  6. La SVS se guarda el derecho de requerir otras medidas en vista de la complejidad del proceso de Reorganización, incluyendo que el Comité de Directores de las respectivas sociedades deban pronunciarse expresamente sobre la Reorganización

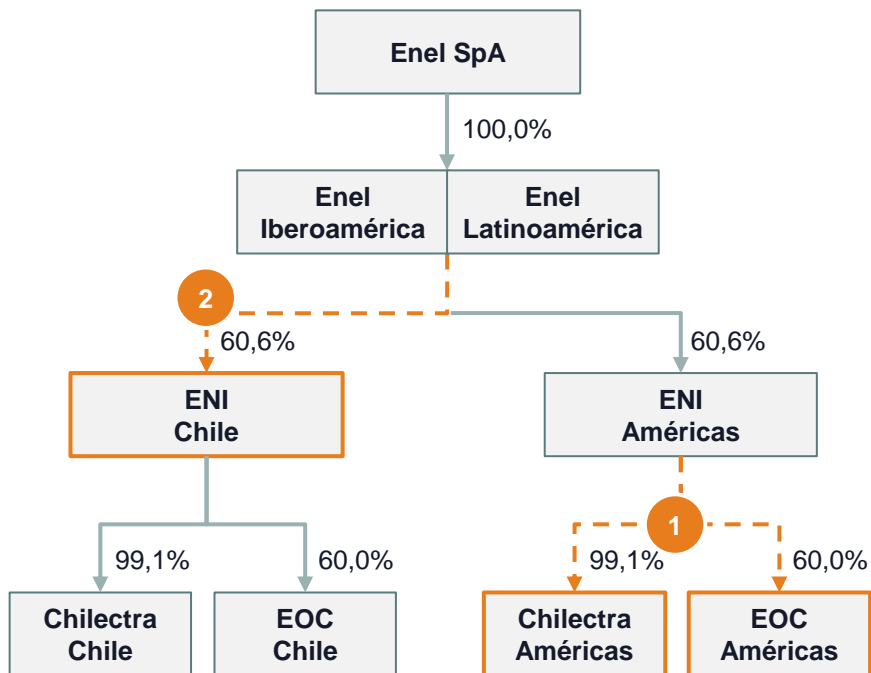
- IM Trust actúa como asesor financiero del Comité de Directores de Enersis con respecto a la Reorganización. El alcance de dicha asesoría será equivalente al contemplado en la Ley n° 18.046 de Sociedades Anónimas en su artículo 147, referido a evaluadores independientes
- De acuerdo a lo anterior, en su calidad de asesor del Comité de Directores, IM Trust preparó este Informe que contiene entre otros los siguientes elementos:
  - Una descripción de la Reorganización propuesta
  - Una evaluación sobre si la Reorganización contribuye al interés social de Enersis
  - Una estimación sobre las participaciones relativas en la fusión en ENI Américas, que a nuestro juicio al día de hoy se ajustarían a términos de mercado
- Como parte del análisis, IM Trust ha incluido en el Informe lo siguiente:
  - Un análisis del racional estratégico y potenciales impactos en el valor y riesgos asociados con respecto a la Reorganización, con el fin de estimar si la misma contribuye al interés social de Enersis
  - Una estimación de las participaciones relativas para la fusión entre ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas en el marco de la Reorganización
- Cabe destacar que por no estar dentro del alcance de esta asesoría, este Informe no considera:
  - Un análisis de las ventajas y desventajas de estructuras alternativas o mecanismos de ejecución alternativos para llevar a cabo la Reorganización que aquí se evalúa
  - Un análisis detallado sobre la factibilidad técnica, comercial, legal y/o de otra índole sobre la ejecución de la Reorganización

## DESCRIPCIÓN DE LA REORGANIZACIÓN

3

# Estructura de la Reorganización

## I División de ENI, EOC y Chilectra

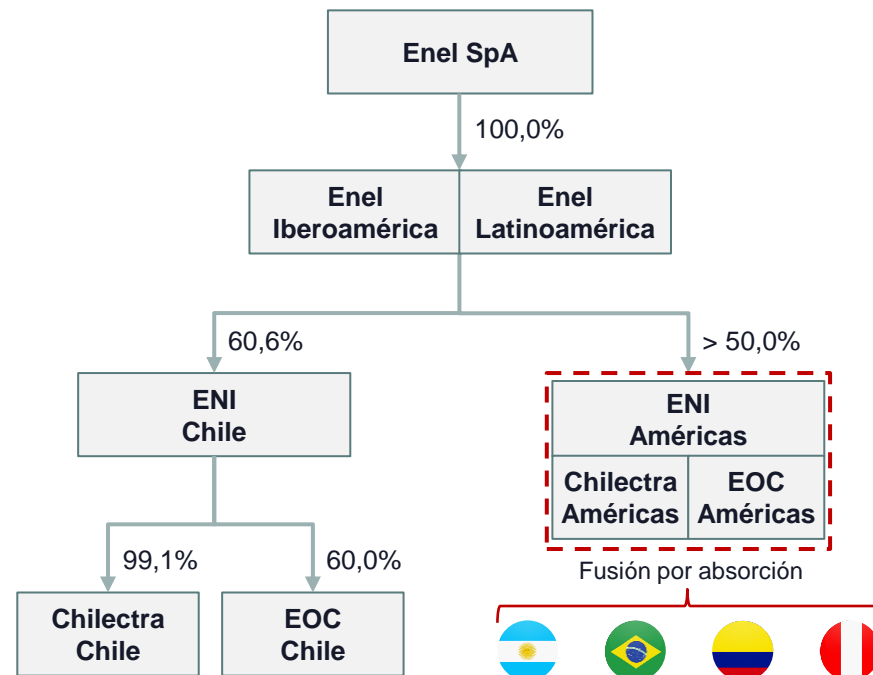


1 División de los activos fuera de Chile de Chilectra y EOC en nuevas sociedades a denominarse Chilectra Américas y EOC Américas, respectivamente

2 División de los activos chilenos de ENI en una nueva sociedad a denominarse ENI Chile

Nuevas sociedades originadas por la Reorganización

## II Fusión de EOC Américas y Chilectra Américas en ENI Américas

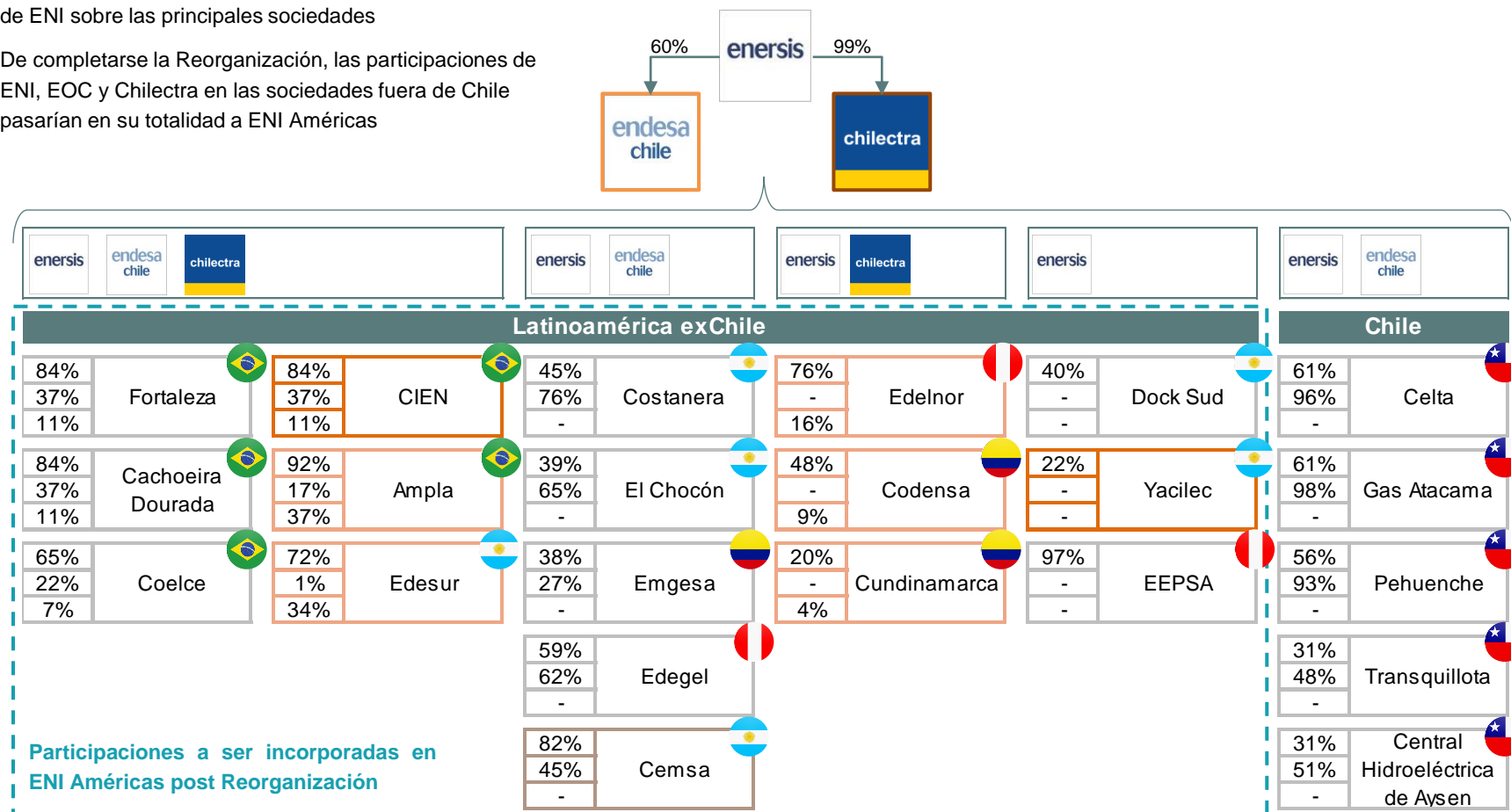


- Fusión por absorción por parte de ENI Américas de las sociedades Chilectra Américas y EOC Américas
- Las relaciones de canje para la fusión se definirán en las respectivas juntas de accionistas que aprueben la fusión
- ENI Américas y ENI Chile quedarían domiciliadas en Chile



# Estructura societaria actual de Enersis

- A continuación se presenta la estructura societaria actual de ENI sobre las principales sociedades
- De completarse la Reorganización, las participaciones de ENI, EOC y Chilectra en las sociedades fuera de Chile pasarían en su totalidad a ENI Américas



## Simbología

Propiedad <sup>(1)</sup> ENI	Filial Operativa	Generación	Distribución
Propiedad <sup>(1)</sup> EOC Chile			
Propiedad <sup>(1)</sup> Chilectra		Transmisión	Otros

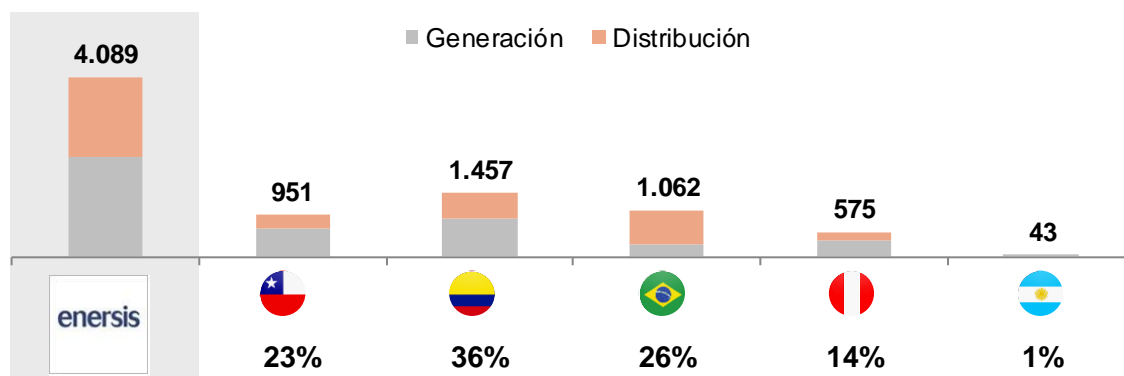
(1) Participación directa e indirecta

# Análisis proforma de la Reorganización

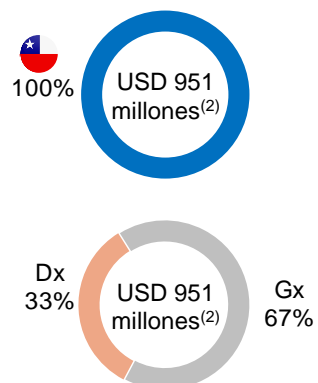
IMTrust

CREDICORP  
capital

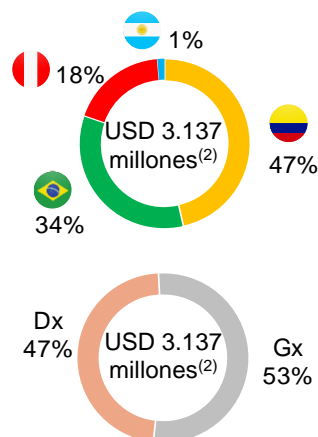
ENI  
Descomposición EBITDA<sup>(1)</sup> 2014 (USD millones)<sup>(2)</sup>



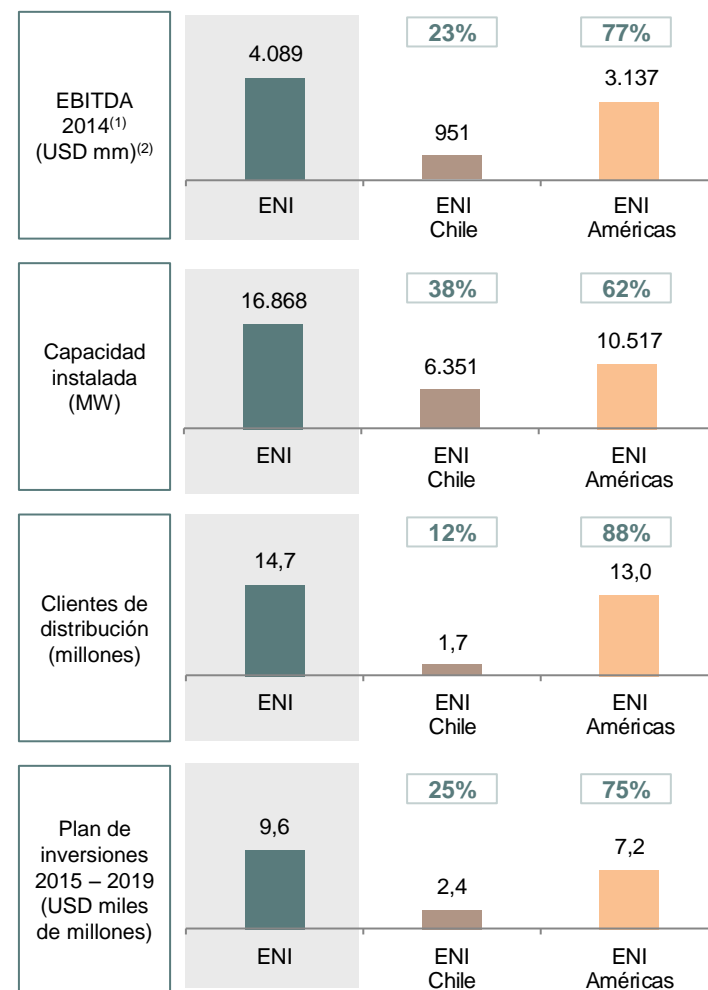
ENI Chile proforma  
Descomposición EBITDA 2014<sup>(1)</sup>



ENI Américas proforma  
Descomposición EBITDA 2014<sup>(1)</sup>



Cifras operacionales proforma



Fuente: la Compañía. Gx: Generación, Dx: Distribución

(1) Considera el EBITDA consolidado, sin incluir "otros ajustes"

(2) Considera tipo de cambio USDCLP de 570, equivalente al promedio del año 2014

## CONSIDERACIONES GENERALES Y ESQUEMA DE ANÁLISIS

# 4

1. La Compañía habilitó un *data room* virtual a través del cual se entregó:
  - Presentaciones realizadas al Directorio por parte de la administración de ENI con respecto a la Reorganización
  - Presentaciones realizadas por la administración de ENI respecto de las operaciones que mantiene a través de sus filiales en los distintos mercados
  - Información financiera histórica para los periodos diciembre de 2013, diciembre de 2014 y junio de 2015 de cada uno de las sociedades involucradas en la Reorganización
  - Información financiera proyectada para el período 2015–2020 de cada uno de las sociedades involucradas en la Reorganización, las cuales:
    - Fueron actualizadas durante octubre de 2015 de acuerdo a los planes de negocio de cada activo y a las condiciones de mercado en los respectivos países
    - Fueron enviadas a IM Trust el 17 de octubre de 2015
    - Son las mismas entregadas a los distintos asesores de ENI, EOC y Chilectra en el marco de la Reorganización
    - Fueron aprobadas por la administración de la Compañía y conocidas por el Directorio de ENI
  - Información y estimaciones sobre los impactos de la Reorganización: efectos tributarios, plan de eficiencias, costos de la transacción y criterios de asignación de caja y deuda
2. Reuniones con la administración y equipos técnicos de ENI
  - Se sostuvieron reuniones de trabajo con la administración de la Compañía
  - IM Trust realizó preguntas a ENI, las cuales fueron contestadas a través del *data room*, junto con otras preguntas realizadas por otros asesores de ENI en el marco de la Reorganización
3. Información pública disponible en el mercado: servicios de información financiera y de mercados, reportes de analistas, etc.

## Cabe destacar que:

- ENI, EOC y Chilectra son compañías abiertas en la Bolsa de Comercio de Santiago y, adicionalmente, ENI y EOC están listadas en la *New York Stock Exchange (NYSE)*, por lo que dichas compañías se encuentran supervisadas por entes regulatorios nacionales e internacionales, entre ellos, la SVS, la *Securities and Exchange Commission (SEC)* y otros organismos regulatorios locales en los países donde opera
- El análisis realizado por IM Trust no contempló un *due diligence* de ENI, EOC, Chilectra o de las sociedades involucradas en la Reorganización. Respecto de los temas contables, legales, tributarios y regulatorios, se solicitó a la Compañía su mejor estimación, opinión o proyección respecto de los impactos de la Reorganización. Estas estimaciones, opiniones o proyecciones no han sido independientemente verificadas por expertos distintos a los que asistieron a la Compañía en la formulación de las respuestas y no han sido verificadas independientemente por IM Trust

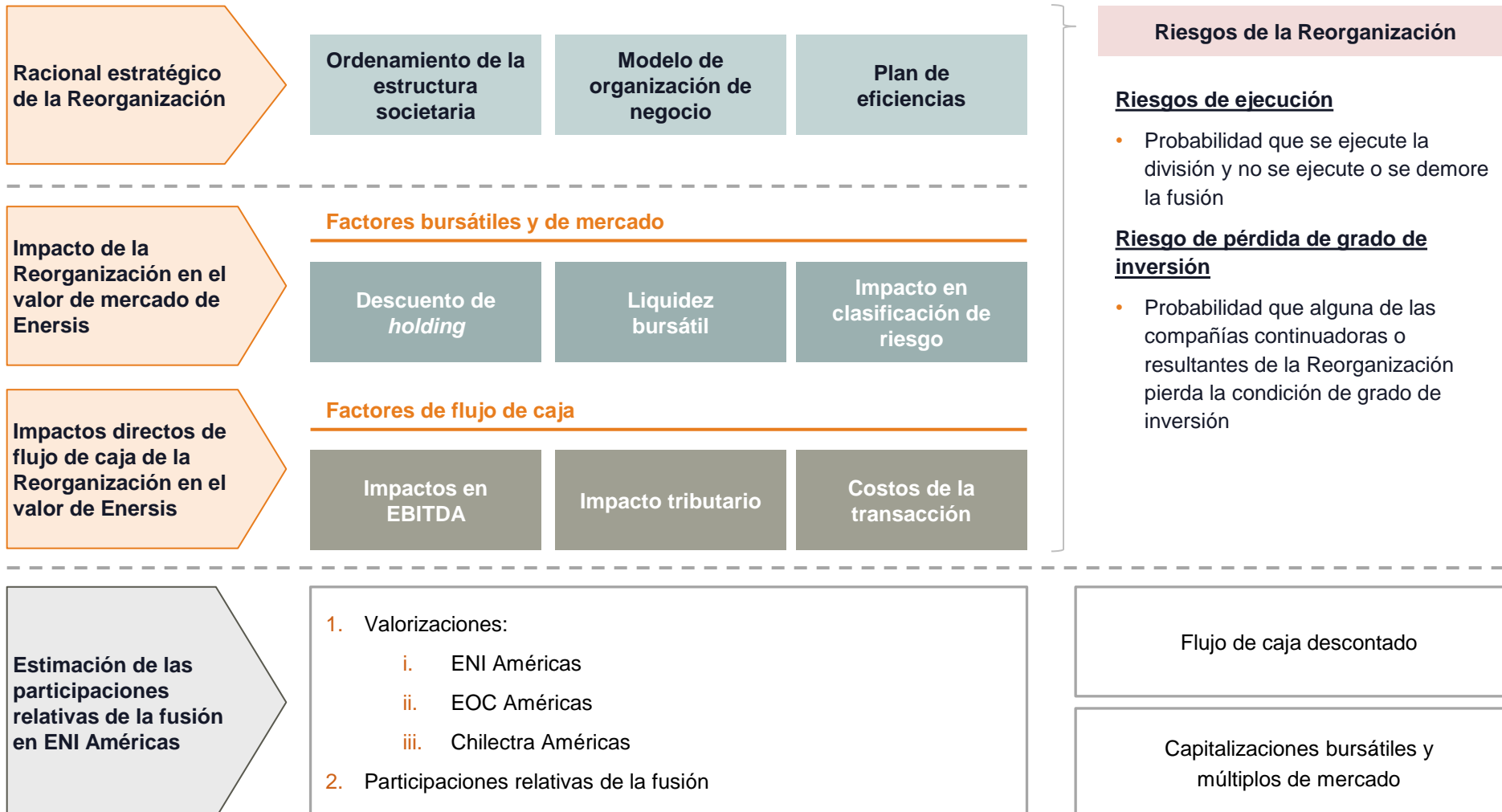
# Consideraciones generales utilizadas en el Informe

- De acuerdo a la información puesta a disposición por Enersis y a las opiniones contenidas en las respuestas proporcionadas por Enersis a IM Trust, hemos asumido sobre la Reorganización lo siguiente:
  - Está permitida por la legislación chilena y el resto de países donde opera ENI, EOC y Chilectra (Brasil, Colombia, Perú y Argentina) y no contraviene ninguna norma en ninguna jurisdicción aplicable a ENI, EOC y Chilectra
  - No genera efectos regulatorios, medioambientales, ni de libre competencia adversos para ENI, EOC y/o Chilectra, sus filiales y/o las sociedades continuadoras y/o que surjan con motivo de la Reorganización
  - No afecta ni contraviene acuerdos con socios, proveedores, clientes, o cualquier otra contraparte de ENI, EOC y/o Chilectra, sus filiales y/o las sociedades continuadoras y/o que surjan con motivo de la Reorganización
  - No conlleva efectos contables o tributarios que pudieran impactar negativamente los resultados de ENI, EOC y/o Chilectra, sus filiales y/o las sociedades continuadoras y/o que surjan con motivo de la Reorganización, más allá de los considerados en el presente Informe en base a lo informado por la Compañía
  - No genera nuevas contingencias para ENI, EOC y/o Chilectra, sus filiales y/o las sociedades continuadoras y/o que surjan con motivo de la Reorganización
  - No afecta o contraviene acuerdos en contratos de crédito o acreedores de ENI, EOC, Chilectra y/o sus filiales que originan efectos materiales en los resultados de cualquiera de dichas sociedades, entre ellos eventos de incumplimiento, *cross-default* o *cross-acceleration*, y/o incrementos de costos financieros
    - No se incurre en procesos de *liability management* que signifiquen costos materiales para ENI, EOC y/o Chilectra, sus filiales y/o las sociedades continuadoras y/o que surjan con motivo de la Reorganización, que no estén contemplados en el presupuesto de costos de la Reorganización considerados en el presente Informe en base a lo informado por la Compañía
  - Se lleva a cabo en su totalidad respecto a todas sus etapas, desde la división de ENI, EOC y Chilectra hasta la fusión de ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas, en los términos planteados y en un horizonte de tiempo razonable
    - El presente análisis no contempla un escenario en el cual, realizada la división de ENI, EOC y Chilectra, no se complete la fusión en ENI Américas en tiempo y forma según lo planteado por Enersis
  - Como consecuencia de la Reorganización, ENI Américas, ENI Chile y/o EOC Chile no resulten con un *rating* crediticio internacional por debajo del grado de inversión por cualquiera de las siguientes clasificadoras de riesgo: Moody's, Standard & Poor's y/o Fitch Ratings
  - Las sociedades divididas, continuadoras y fusionadas, siguen listadas y cotizando en los mismos mercados y bolsas de valores en los que están listados y cotizando ENI, EOC y Chilectra, según corresponda
  - Ninguna de las operaciones involucradas o que surjan con motivo de la Reorganización requerirán aportación de recursos financieros adicionales por parte de los accionistas de ENI, EOC y/o Chilectra
  - El hecho que se realice o no la Reorganización, no afecta el compromiso de Endesa, S.A. y Enel S.p.A., de mantener como único vehículo de inversión en Sudamérica a Enersis (o la(s) compañía(s) continuadora o que surjan de ésta), excepto por Enel Green Power S.p.A.<sup>(1)</sup>
  - De no ser llevada a cabo la Reorganización, se mantendría la situación actual en Enersis, en términos de la consolidación, administración, y derechos políticos y económicos sobre las participaciones involucradas en la Reorganización

(1) Dicho compromiso se estableció en la junta de accionistas de Enersis con fecha 20 de diciembre de 2012

# Esquema de análisis

- A continuación se presenta el esquema de análisis seguido en el presente Informe:



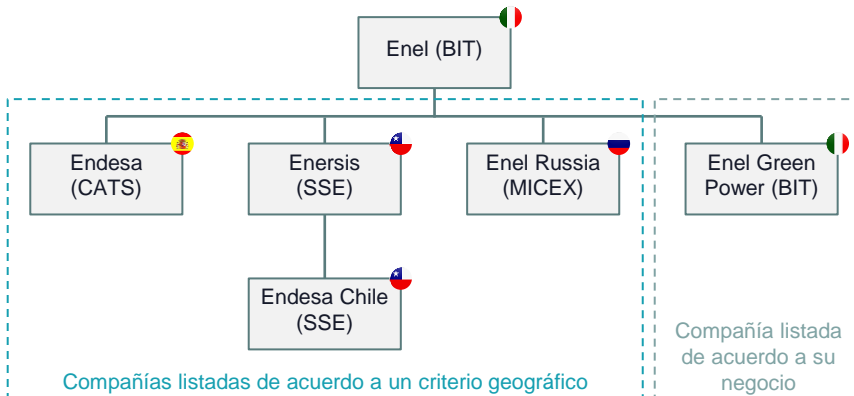
## CONSIDERACIONES DEL MODELO DE NEGOCIO

5

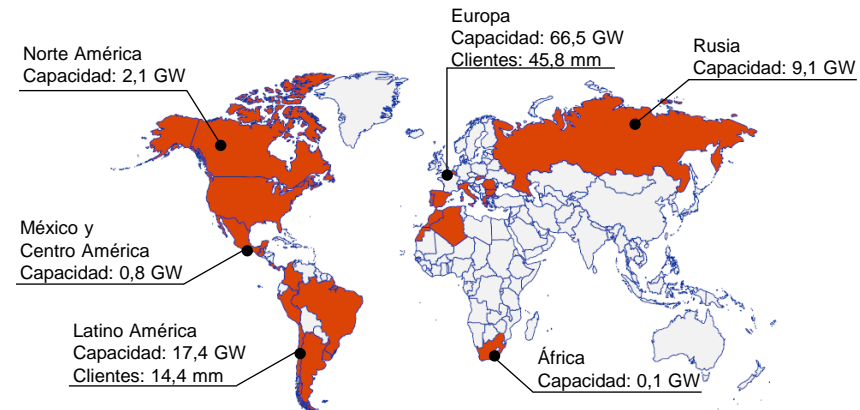
# Visión del modelo de negocios de Enel

Enel muestra una preferencia por un modelo de negocio segmentado por mercado geográfico

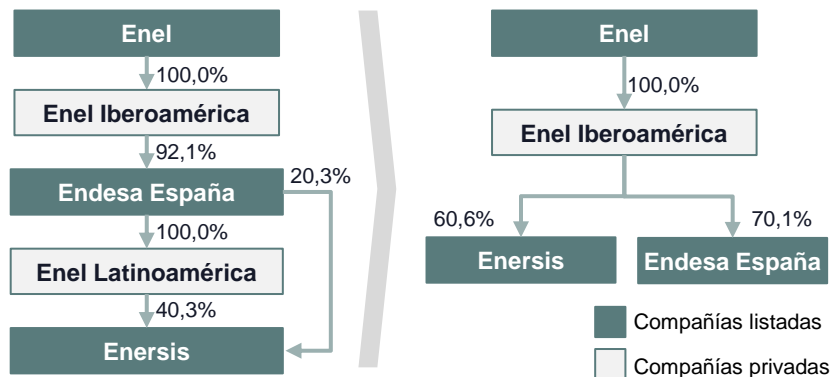
## Estructura de Enel según principales compañías listadas en el mundo



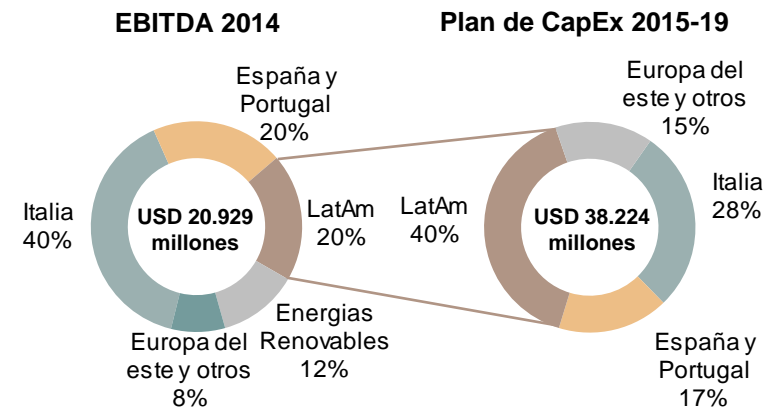
## Operaciones diversificadas en el mundo



## Reciente reorganización de Endesa España



## LatAm, el principal destino de inversión



















Fuente: Enel  
Considera tipo de cambio USDEUR de 0,75 para el EBITDA 2014 y 0,8895 para el plan de capex





# Estructura organizacional de principales compañías eléctricas integradas (Europa)

Entre las empresas europeas existen distintas preferencias en estructuras organizacionales, donde Iberdrola, Engie, EDF y EDP muestran principalmente una segmentación geográfica, y otras como E.ON se están moviendo a un modelo por negocio

Compañía	País	Capitalización de mercado (USD millones)	Negocios			Países que atiende	Estructura organizacional	
			Gx	Dx	Tx		Principales unidades	Criterio
		44.651	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Europa</li> <li>Estados Unidos</li> <li>Latinoamérica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Iberdrola España</li> <li>Scottish Power</li> <li>Iberdrola USA / Iberdrola México / Iberdrola Brasil</li> </ul>	Geográfico
		42.413	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Europa</li> <li>Latinoamérica</li> <li>Asia / Africa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Internacional (Brasil, Perú, Chile, otros)</li> <li>Europa</li> <li>Gas / Infrastructure / Services</li> </ul>	Mixto / Geográfico
		35.277	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Francia</li> <li>Reino Unido</li> <li>Italia / Otros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Francia</li> <li>Reino Unido</li> <li>Italia / Otros</li> </ul>	Geográfico
		23.965	✓	✓		<ul style="list-style-type: none"> <li>Reino Unido</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ventas</li> <li>Redes (Generación y Distribución)</li> <li>Retail</li> </ul>	Negocio
		21.887	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Europa</li> <li>Latinoamérica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Generación Internacional / Negocios Regulados</li> <li>Negocios minoristas/mayoristas de energía</li> <li>Latinoamérica</li> </ul>	Mixto
		20.728	✓	✓		<ul style="list-style-type: none"> <li>Europa</li> <li>Estados Unidos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>En proceso de <i>spin-off</i> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Future E.ON:</b> Renovables, Distribución</li> <li><b>Uniper:</b> Generación, Trading, Exploración</li> </ul> </li> </ul>	Negocio
		17.805	✓	✓		<ul style="list-style-type: none"> <li>Reino Unido</li> <li>EEUU / Otros</li> <li>Irlanda</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>British Gas - Reino Unido / Bord Gais - Irlanda</li> <li>Direct Energía - Estados Unidos</li> <li>Generación, Transmisión, Trading y Storage</li> </ul>	Mixto
		13.375	✓	✓		<ul style="list-style-type: none"> <li>Portugal</li> <li>España</li> <li>Brasil</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Iberia</li> <li>EDP Brasil</li> <li>EDP Renovables</li> </ul>	Geográfico

# Estructura organizacional de principales compañías eléctricas integradas (ex. Europa)











Empresas con presencia en regiones distintas a su país de origen, muestran una estructura organizacional con segmentación mixta entre negocio y geografía (Duke Energy, Sempra Energy) o una segmentación principalmente geográfica (AES)

Compañía	País	Capitalización de mercado (USD millones)	Negocios			Países que atiende	Estructura organizacional	
			Gx	Dx	Tx		Principales unidades	Criterio
 DUKE ENERGY		49.250	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Estados Unidos</li> <li>Latinoamérica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utilities reguladas en Estados Unidos (Gx, Dx)</li> <li>Negocio internacional</li> <li>Portafolio comercial en Estados Unidos</li> </ul>	Mixto
 AEP ENERGY		28.011	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Estados Unidos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utilities integradas verticalmente</li> <li>Utilities de transmisión y generación</li> <li>Generación y marketing</li> <li>AEP Energías Renovables</li> </ul>	Negocio
 Exelon		24.608	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Estados Unidos</li> <li>Canadá</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Generación</li> <li>Ventas de energía</li> <li>Distribución</li> </ul>	Negocio
 Sempra Energy®		25.017	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Estados Unidos</li> <li>México</li> <li>Perú y Chile</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Distribución en Estados Unidos</li> <li>Generación en Estados Unidos</li> <li>Distribución y gas internacional</li> </ul>	Mixto
 TENAGA NASIONAL		16.848	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Malasia</li> <li>Asia - Pacífico</li> <li>Otros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Generación</li> <li>Distribución</li> <li>Transmisión</li> </ul>	Negocio
 AES		7.593	✓	✓		<ul style="list-style-type: none"> <li>Estados Unidos</li> <li>Países en América, Europa, Asia y África</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Estados Unidos</li> <li>México, Centro América y Caribe</li> <li>Andes, Brasil</li> <li>Europa, Asia</li> </ul>	Geográfico
 origin		5.847	✓	✓		<ul style="list-style-type: none"> <li>Australia</li> <li>Nueva Zelanda</li> <li>Asia Pacífico</li> <li>Otros</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mercados Energéticos</li> <li>Exploración &amp; Producción</li> <li>LNG</li> <li>Otros</li> </ul>	Negocio

Fuente: Capital IQ, IM Trust y reportes de las distintas compañías. Datos al 28 de octubre de 2015

# Compañías multinacionales con presencia bursátil en Chile y LatAm

Compañías multinacionales con presencia en LatAm presentan una segmentación principalmente geográfica, con empresas listadas por país siendo América Móvil la única *holding* listada con filiales en otros países de LatAm

Compañías - Descripción	Presencia en LatAm	Presencia bursátil
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Banco español con presencia en 23 países de Europa y América</li> <li>Cuenta con 117 millones de clientes</li> <li>Capitalización bursátil de USD 81.455 millones</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Santander-Chile (SSE)</li> <li>Santander Brasil (BOVESPA)</li> <li>Santander México (BMV)</li> <li>Santander Río (BASE)</li> </ul>
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Banco español con presencia en 31 países a lo largo de todo el mundo</li> <li>Cuenta con 51 millones de clientes</li> <li>Capitalización bursátil de USD 56.159 millones</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>BBVA Chile (SSE)</li> <li>BBVA Bancomer (BMV)</li> <li>BBVA Colombia (BVC)</li> <li>BBVA Continental (BVL)</li> <li>BBVA Francés (BASE)</li> <li>BBVA Provincial (CCSE)</li> </ul>
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Compañía española que se dedica a la gestión del agua y el medio ambiente con actividades en 24 países</li> <li>Compañía no listada en bolsa</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Aguas Andinas (SSE) <ul style="list-style-type: none"> <li>Sociedad sólo para su operación en Chile</li> </ul> </li> </ul>
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Compañía de telecomunicaciones mexicana con presencia en 18 países de América y 7 en Europa</li> <li>Capitalización bursátil de USD 56.836 millones</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>América Móvil (BMV) <ul style="list-style-type: none"> <li>Sociedad <i>holding</i> en México que tiene como filiales al resto de las compañías en LatAm</li> </ul> </li> </ul>
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Compañía de telecomunicaciones española con presencia en 21 países en Europa y América</li> <li>Capitalización bursátil de USD 63.295 millones</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Telefónica Chile (SSE)</li> <li>Telefónica Brasil (BOVESPA)</li> <li>Telefónica del Perú (BVL)</li> </ul>

Fuente: Información publicada por las distintas compañías y Capital IQ. Datos al 28 de octubre de 2015

# 6

## IMPACTO DE LA REORGANIZACIÓN EN EL VALOR DE MERCADO DE ENERSIS

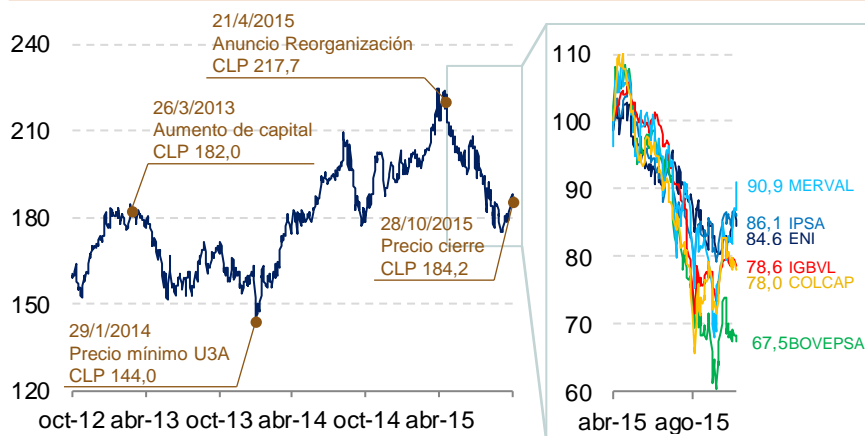
### i. Consideraciones de descuento de *holding*

# Situación bursátil de ENI

Desde el aumento de capital, ENI ha tenido un rendimiento acumulado de 14% sobre el IPSA y 18% sobre la media de otras empresas eléctricas integradas en LatAm

Desde el anuncio de la Reorganización, el rendimiento de ENI está en línea con el IPSA y los mercados donde opera

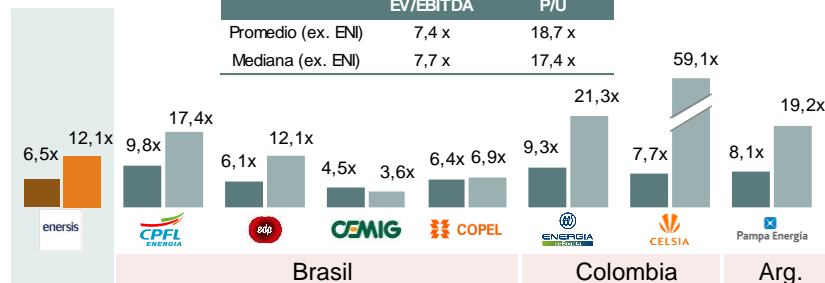
## Evolución del precio acción de ENI<sup>(1)</sup>



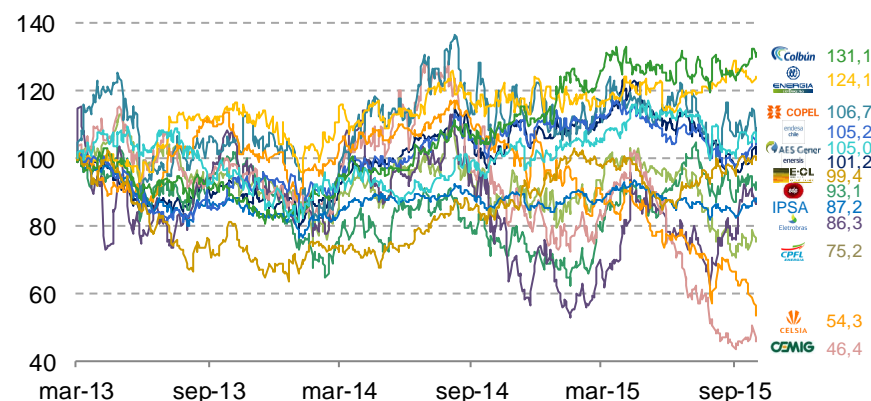
## EV / EBITDA y Precio / Utilidad 2015E

■ EV / EBITDA ■ Precio / Utilidad

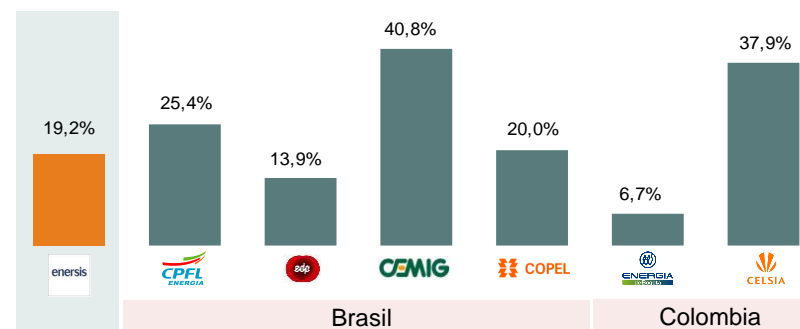
	EV/EBITDA	P/U
Promedio (ex. ENI)	7,4 x	18,7 x
Mediana (ex. ENI)	7,7 x	17,4 x



## Rendimiento de ENI con respecto a comparables en LatAm y el IPSA



## Diferencia entre precio objetivo y actual<sup>(2)</sup>



Fuente: Bloomberg, Capital IQ e IM Trust. Datos al 28 de octubre de 2015

- (1) El rendimiento de cada uno de los indicadores considera las variaciones de tipo de cambio de la moneda local vs. USD en base 100. Para Argentina se consideró el tipo de cambio del dólar contado con liquidación
- (2) Precio objetivo considera el promedio de los precios objetivo a doce meses de los departamentos estudios con recomendaciones dentro de los últimos tres meses

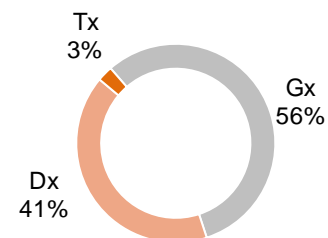
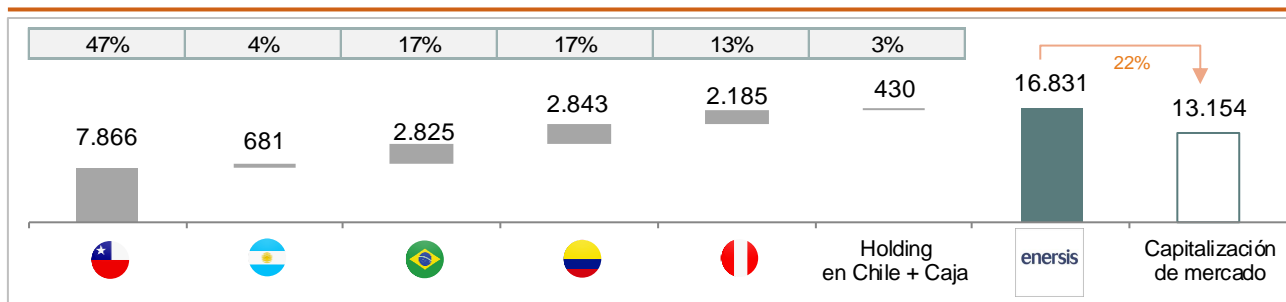
# Valorización según criterios de mercado de ENI, EOC y Chilectra

Valorización según múltiplos *trading* de compañías comparables y capitalización de mercado de filiales abiertas y líquidas, realizada en base a proyecciones de la Compañía

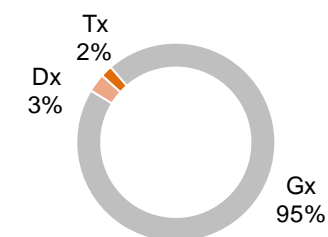
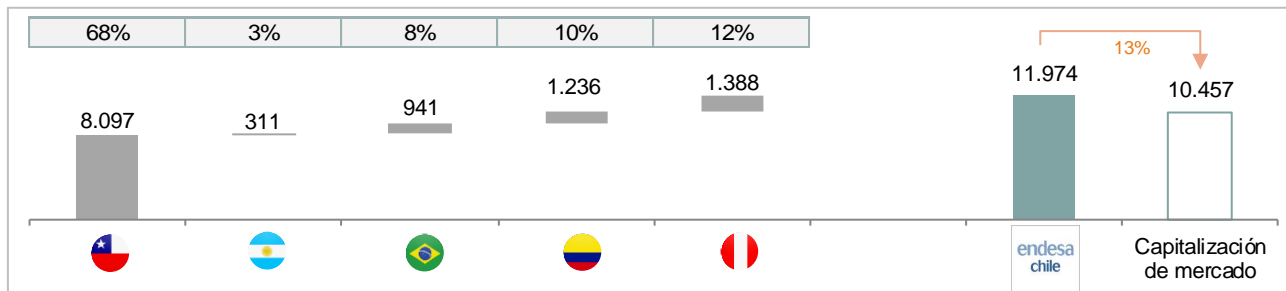
## Valorización del patrimonio por suma de partes (USD millones)<sup>(1)</sup>

## Valor por negocio<sup>(2)</sup>

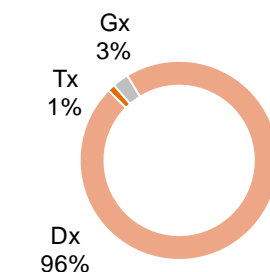
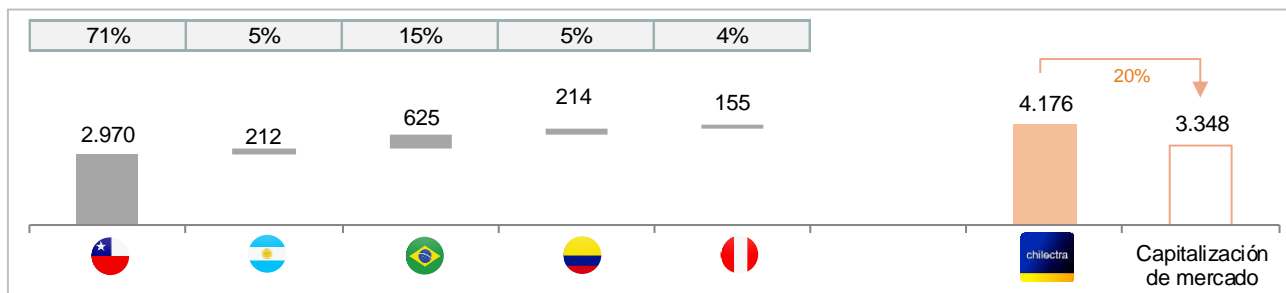
ENI



EOC



Chilectra

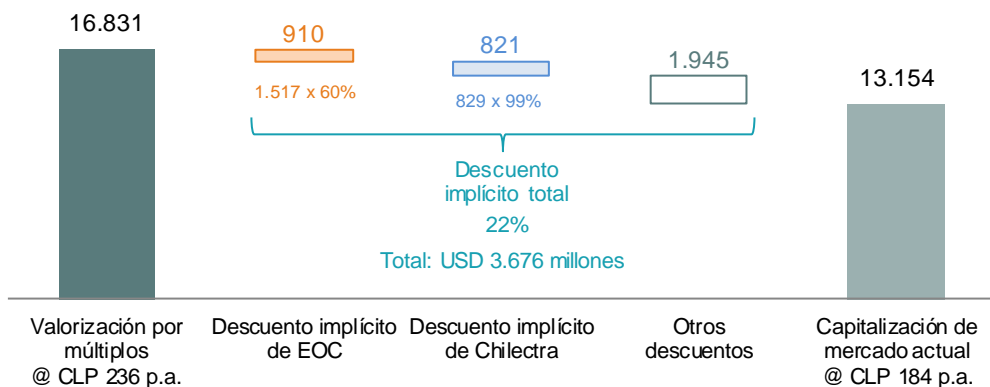


(1) Valorización realizada en base a resultados de años 2015 y 2016 proyectados por la administración de ENI

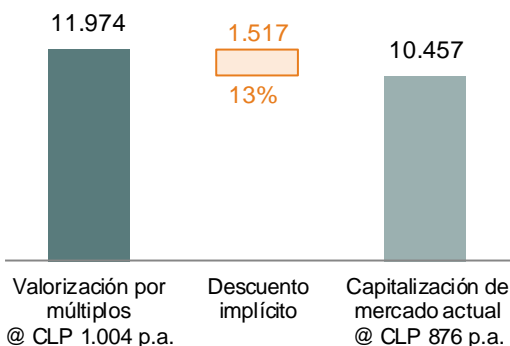
(2) Considera el valor de los negocios de generación (Gx), distribución (Dx) y transmisión (Tx). No considera la valorización de los holdings y de sociedades en otros mercados que lo mencionados

# Descuento de *holding* de ENI, EOC y Chilectra

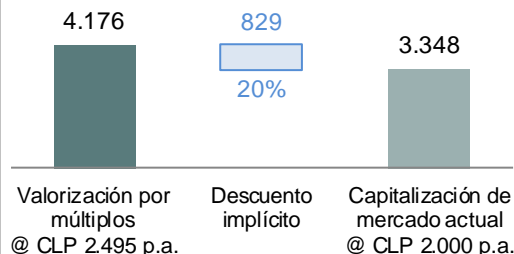
## Descuento de *holding* de ENI (USD millones)



## Descuento de *holding* de EOC (USD millones)



## Descuento de *holding* de Chilectra (USD millones)



- El descuento de *holding* de Enersis se estima en 22%
  - 25% vendría del descuento de EOC
  - 22% vendría del descuento de Chilectra
- El descuento de *holding* podría ser generado por los siguientes factores, entre otros:
  - Subordinación estructural** a los flujos de caja generados por las filiales operativas
  - Efecto conglomerado:** diversificación de activos no necesariamente deseado por inversionistas
  - Acceso directo a filiales operativas** abiertas en bolsa con liquidez relevante
  - Complejidad de la estructura *holding*** y de la toma de decisiones
  - Diferencia en la liquidez relativa** entre la sociedad *holding* y sus filiales listadas

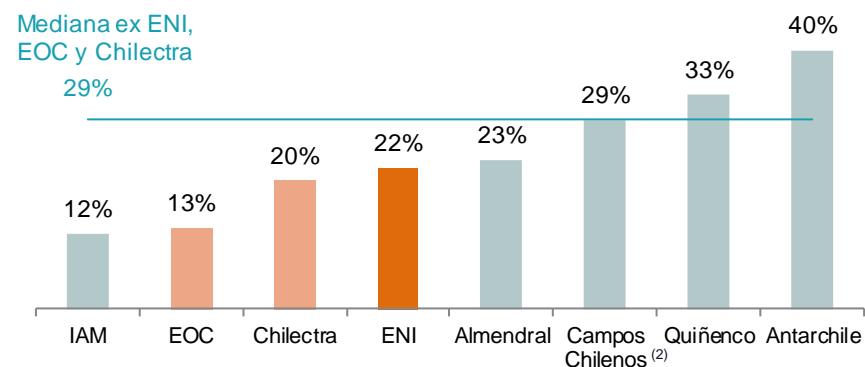
# Descuento de *holding* de ENI, EOC y Chilectra en el contexto del mercado chileno

El descuento de *holding* de ENI está dentro del rango de los descuentos de los *holdings* en Chile, que varían desde IAM (*holding* con baja diversificación y complejidad) hasta Quiñenco y Antarchile (*holdings* con mayor diversificación y menor liquidez)

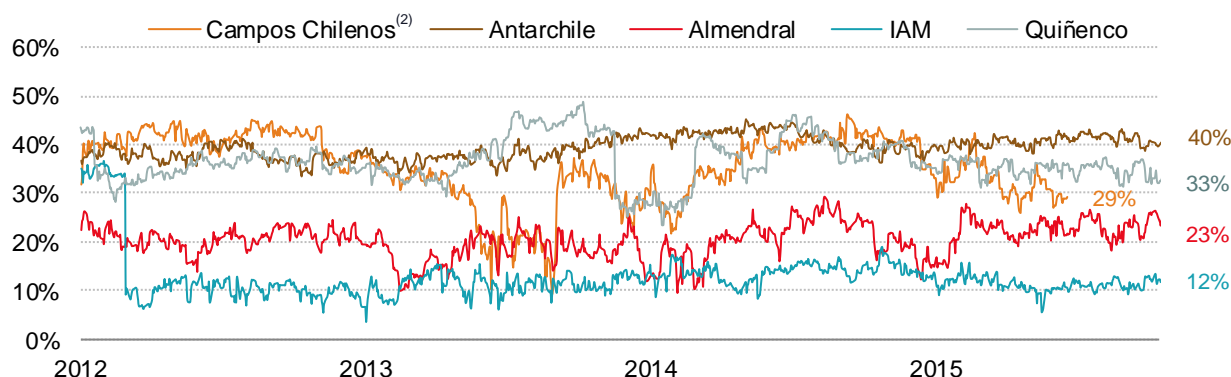
## Holdings en Chile con activos subyacentes abiertos en bolsa<sup>(1)</sup>

Sociedad Holding	Activo(s) subyacente(s) listado en bolsa
Antarchile	Copec, Colbún
Almendral	Entel
IAM	Aguas Andinas
Quiñenco	Banco de Chile, CSAV, CCU, SAAM, Techpack
Campos Chilenos <sup>(2)</sup>	Iansa

## Descuentos de *holding* actuales en Chile y de ENI, EOC y Chilectra



## Evolución de descuentos de *holding* en Chile desde el año 2012 a la fecha



	Prom.	Max.	Mín.	Actual
Campos Chilenos <sup>(2)</sup>	36%	46%	9%	29%
Antarchile	40%	45%	33%	40%
Almendral	20%	29%	9%	23%
IAM	13%	37%	3%	12%
Quiñenco	37%	49%	23%	33%
Promedio	29%	41%	16%	27%
Mediana	36%	45%	9%	29%

Fuente: IM Trust, Bloomberg y SVS. Datos al 28 de octubre de 2015

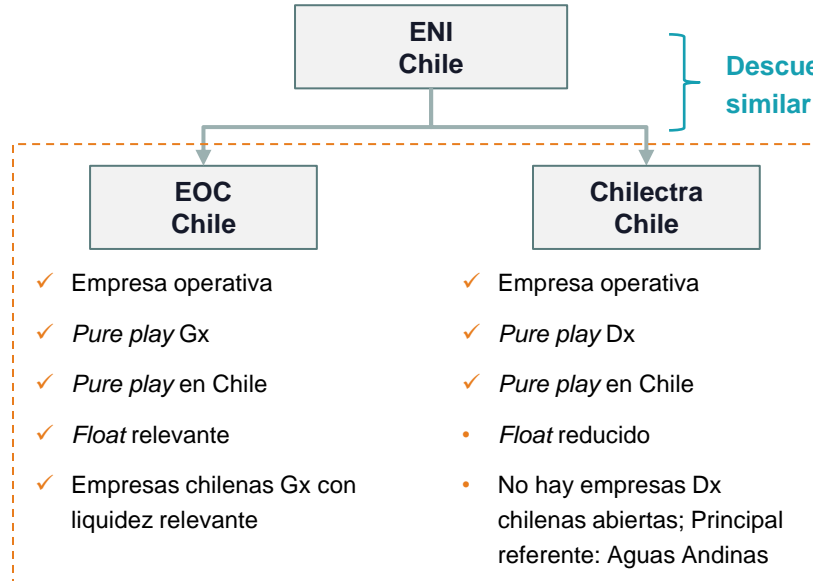
(1) No se consideró en el análisis a los holdings: Pampa Calichera (sociedad matriz de SQM) e Invercap (sociedad matriz de CAP), debido a las altas variaciones en el último tiempo en las valorizaciones de mercado

(2) El descuento actual considera el descuento al día del anuncio de la OPA de ED&F Man por Empresas Iansa e Inversiones Campos Chilenos (22 de junio de 2015)



# Fuente de disminución de descuento de *holding*: Eventuales re-valorizaciones de mercado

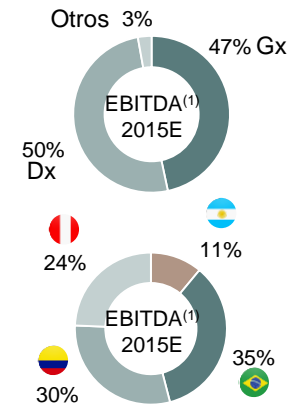
Podría existir un espacio para la disminución del descuento de *holding* de ENI debido a un potencial efecto de re-valorización de EOC Chile y Chilectra Chile en la medida que converjan a múltiplos de empresas comparables que tienen tasas y estrategias de crecimiento distintas



Descuento potencial: actual de ENI (22%)



- Empresa *holding*
- Compañía integrada Gx y Dx
- Exposición a cuatro mercados
- ✓ *Float* relevante
- ✓ Empresas de Gx y Dx con liquidez en LatAm



- EOC Chile y Chilectra Chile podrían tener un efecto re-valorización en la medida que el mercado perciba un nivel de crecimiento y rendimiento futuro a niveles de sus comparables locales

- En ENI Américas, como empresa *holding* con exposición a distintos mercados y negocios (Gx y Dx), no se esperaría un efecto de re-valorización

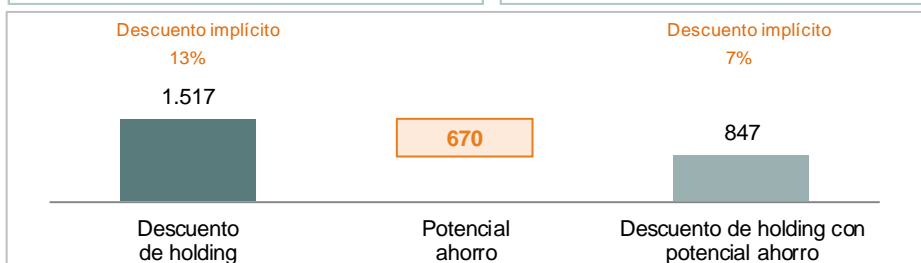
- El potencial ahorro, expresado como disminución del descuento de *holding* de ENI, estaría condicionado a:
  - Convergencia de la cotización por múltiplos de mercado de EOC Chile y Chilectra Chile a las cotizaciones de sus comparables en Chile
  - ENI Chile alcance un descuento de 12%, en la medida que sea una *holding* liviana con una política de dividendos clara y definida
  - ENI Américas mantenga un descuento similar a los niveles actuales de ENI (22%)

# Análisis sobre el espacio de re-valorización en EOC y Chilectra

**EOC y Chilectra tendrían un espacio de re-valorización hasta un máximo de USD 670 millones y USD 570 millones, respectivamente**

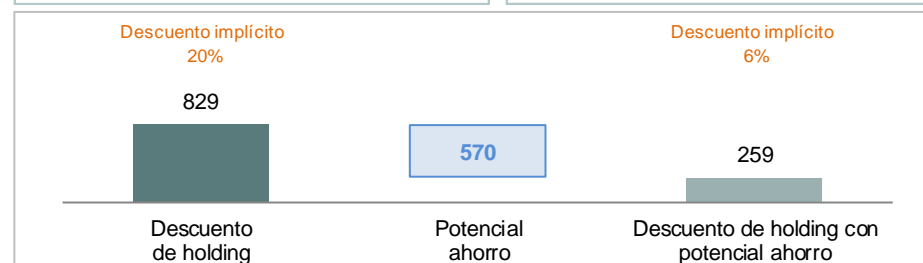
## Eventual espacio de re-valorización en EOC

Cifras en USD millones	EOC Chile	EOC Américas
Valor patrimonio según criterio de mercado	8.096	3.878
<b>Descuento de <i>holding</i> potencial</b>	<b>0%</b>	<b>22%</b>
Valor patrimonio post descuento de <i>holding</i> potencial	8.096	3.031
<b>Valor patrimonio EOC con descuento de <i>holding</i> potencial</b>	<b>11.127</b>	
Capitalización de mercado actual de EOC	10.457	
<b>Valor adicional potencial</b>	<b>670</b>	
Valor adicional potencial (% sobre capitalización de mercado actual)	6,4%	



## Eventual espacio de re-valorización en Chilectra

Cifras en USD millones	Chilectra Chile	Chilectra Américas
Valor patrimonio según criterio de mercado	2.991	1.186
<b>Descuento de <i>holding</i> potencial</b>	<b>0%</b>	<b>22%</b>
Valor patrimonio post descuento de <i>holding</i> potencial	2.991	927
<b>Valor patrimonio Chilectra con descuento de <i>holding</i> potencial</b>	<b>3.917</b>	
Capitalización de mercado actual de Chilectra	3.348	
<b>Valor adicional potencial</b>	<b>570</b>	
Valor adicional potencial (% sobre capitalización de mercado actual)	17,0%	

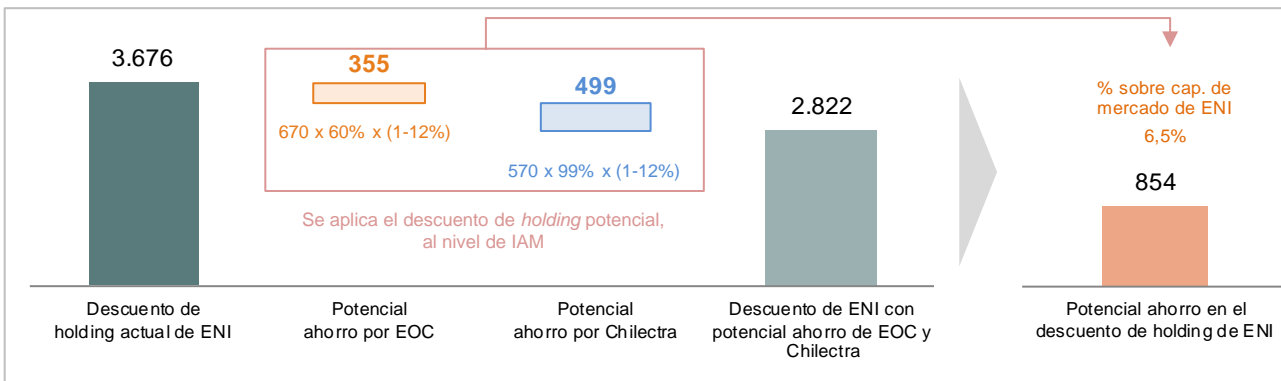


- Se asume que EOC Chile y Chilectra Chile podrían potencialmente ser valorados por el mercado hasta sus valores teóricos por múltiplos de mercado
- En EOC Américas y Chilectra Américas se asume que sus activos son aportados a ENI Américas manteniendo un descuento de *holding* que potencialmente no sería menor que el descuento actual de ENI

# Espacio de disminución del descuento de *holding* de ENI

El espacio de disminución del descuento de *holding* de ENI podría ser de hasta USD 768 millones, sujeto a que (i) EOC Chile y Chilectra Chile converjan a múltiplos de comparables locales, (ii) ENI Chile sea una *holding* eficiente con una clara política de dividendos, y (iii) el descuento de ENI Américas no sea mayor al actual de ENI

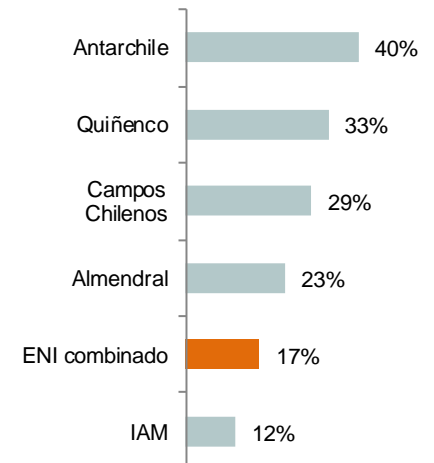
## 1 Análisis bottom-up: Descuento de *holding* de ENI según potenciales ahorros por re-valorización de EOC y Chilectra (USD millones)



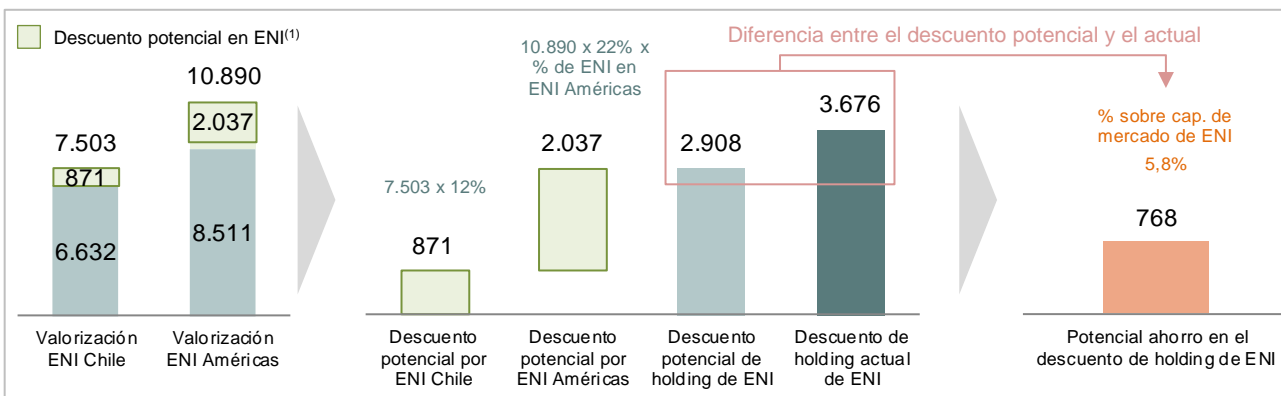
- ENI podría disminuir su descuento de *holding* hasta el menor entre ambos descuentos calculados a través de los dos mecanismos

- **Hasta USD 768 millones**

## Descuentos de *holding* en Chile



## 2 Análisis top-down: Descuento de *holding* de ENI según descuentos potenciales de ENI Chile (12%) y ENI Américas (22%) (USD millones)



(1) Para ENI Chile se asume un descuento potencial de 12% (en base al nivel de descuento de IAM) y para ENI Américas se asume un descuento de holding de 22% (en base al nivel de descuento actual de ENI)

# Sensibilización del potencial ahorro (desahorro) en el descuento de *holding* de ENI

## Sensibilización según descuento de *holding* de ENI Américas y ENI Chile

Cifras en USD millones		Descuento de <i>holding</i> de ENI Américas		
		22%	24%	27%
Descuento potencial en ENI Chile	12%	768	535	302
	17%	384	151	-82
	22%	0	-233	-466

## Sensibilización según convergencia de EOC Chile a comparables y convergencia de Chilectra Chile a comparables

Cifras en USD millones		Convergencia de EOC Chile a comparables		
		100%	50%	0%
Convergencia de Chilectra Chile a comparables	100%	768	677	499
	50%	605	427	249
	0%	355	178	0

## Sensibilización según descuento de *holding* de ENI Américas y convergencia de EOC Chile y Chilectra Chile a comparables

Cifras en USD millones		Descuento de <i>holding</i> de ENI Américas		
		22%	24%	27%
Convergencia de EOC Chile y Chilectra Chile a comparables	100%	768	535	302
	50%	427	194	-39
	0%	0	-233	-466

## Sensibilización según descuento de *holding* de ENI Chile y convergencia de EOC Chile y Chilectra Chile a comparables

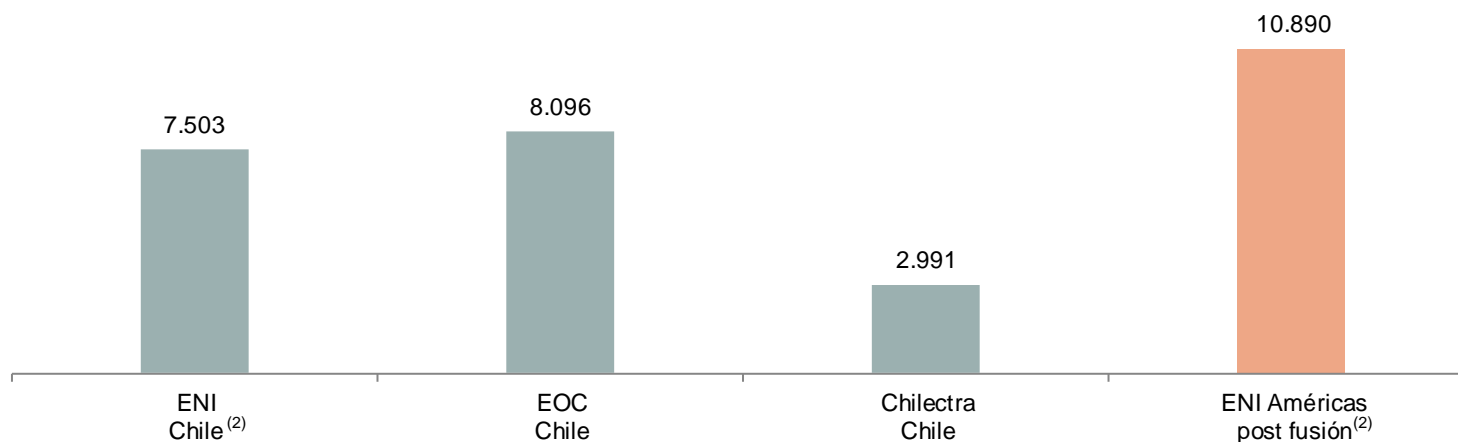
Cifras en USD millones		Descuento potencial en ENI Chile		
		12%	17%	22%
Convergencia de EOC Chile y Chilectra Chile a comparables	100%	768	384	0
	50%	427	384	0
	0%	0	0	0

## IMPACTO DE LA REORGANIZACIÓN EN EL VALOR DE MERCADO DE ENERSIS

### ii. Consideraciones de liquidez

# Valorización proforma según criterios de mercado de nuevas sociedades

Valorización por suma de partes de activos de nuevos vehículos de la Reorganización, sin incorporar potenciales descuentos de *holding* (USD millones)<sup>(1)</sup>



Free float (%)

39,4%

40,0%

0,9%

48,1%

Free float sin potenciales descuentos (USD millones)

2.955

3.240

27

5.236

- Valorización por múltiplos y capitalización de mercado de filiales abiertas y líquidas en base a proyecciones enviadas por la Compañía
- Valorización no considera impactos tributarios, sinergias y costos *one-off* producto de la Reorganización

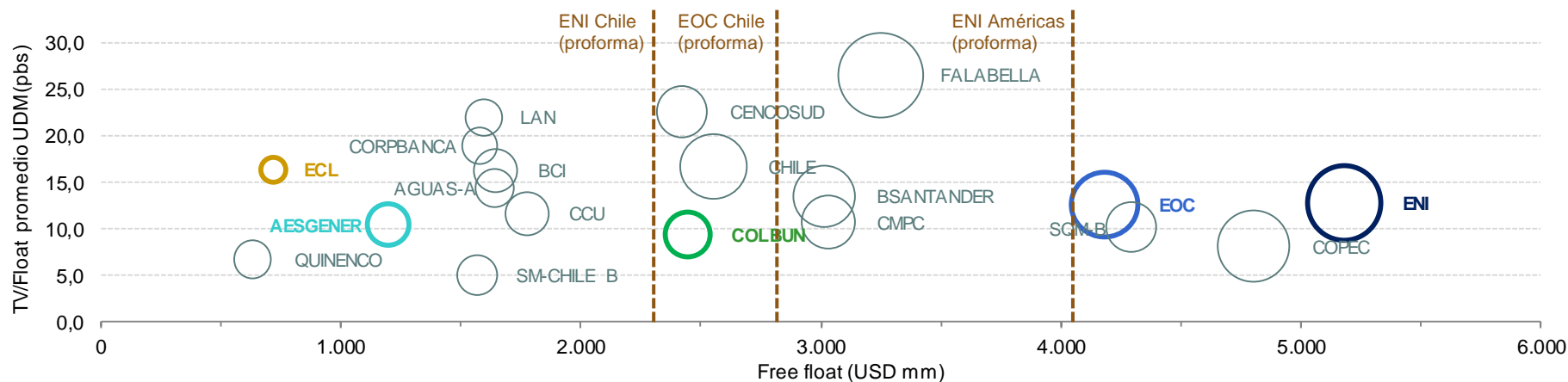
(1) La caja y la deuda individual de ENI, EOC y Chilectra fueron asignadas según lo informado por la Compañía

(2) Los gastos de holding de ENI fueron asignados en base a información proporcionada por la Compañía

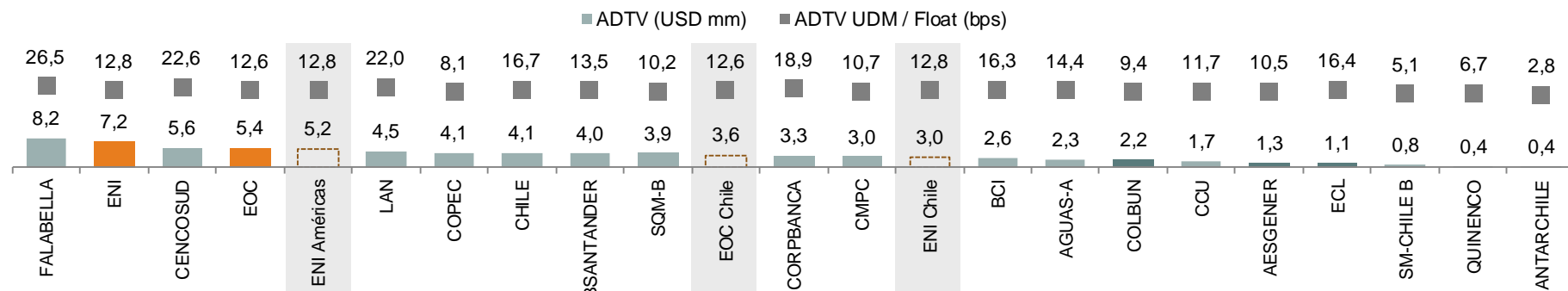
# Perspectiva de liquidez de ENI Américas, ENI Chile y EOC Chile en el mercado chileno

Según estimaciones proforma de ENI Américas, ENI Chile y EOC Chile, dichas compañías podrían estar entre las 15 empresas con mayor *float* de mercado en Chile, mostrando niveles razonables de ADTV<sup>(1)</sup> para el mercado chileno

Liquidez de principales compañías en Chile<sup>(2)</sup>



Liquidez en base al *float* y ADTV (USD millones) de principales compañías de Chile<sup>(3)</sup>



Fuente: Bloomberg. Datos al 28 de octubre de 2015. Tipo de cambio USDCLP 687,5

(1) Average Daily Trading Volume

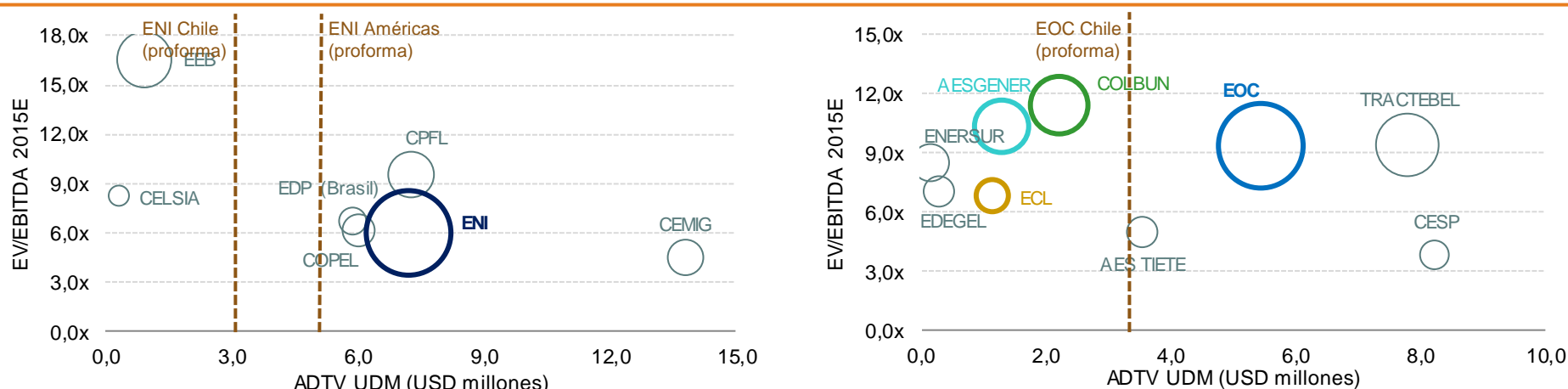
(2) El tamaño de círculo representa la capitalización bursátil. Para realizar los cálculos de forma conservadora, se consideró para ENI Chile y ENI Américas el descuento actual de ENI (22%) y para EOC Chile el de EOC (13%)

(3) Para calcular el ADTV de las nuevas compañías (ENI Américas, ENI Chile y EOC Chile) se asumió la valorización de las compañías y que el ADTV/Float de dichas compañías sería equivalente al de ENI o EOC según corresponda

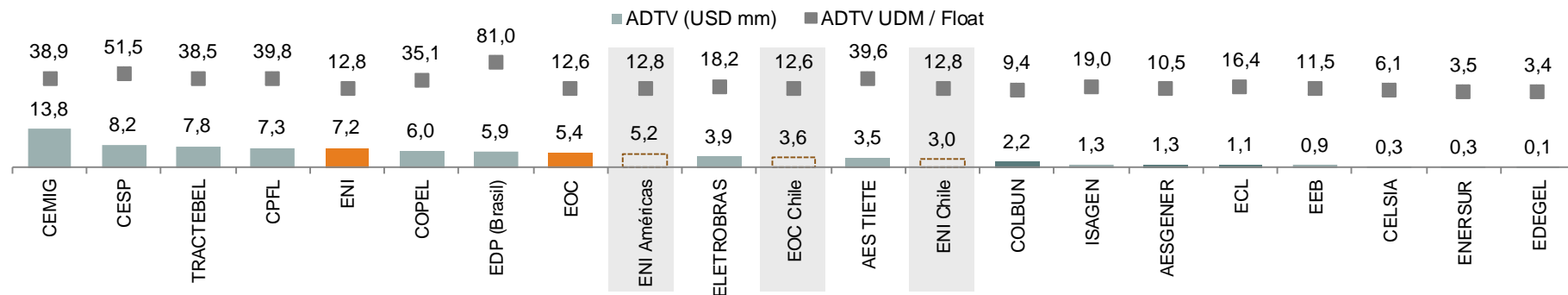
# Perspectiva de liquidez de ENI Américas, ENI Chile y EOC Chile vs. empresas eléctricas en LatAm

Considerando empresas eléctricas en LatAm y los niveles de *float* y ADTV<sup>(1)</sup> que podrían tener ENI Américas, ENI Chile y EOC Chile, en base a estimaciones proforma, en estos niveles de liquidez no se muestra una correlación entre liquidez y valorización por múltiplos

Liquidez de ENI Américas, ENI Chile y EOC Chile en relación con empresas comparables<sup>(2)</sup>



Liquidez en base al *float* y ADTV (USD millones) de principales compañías eléctricas<sup>(3)</sup>



Fuente: Bloomberg. Datos al 28 de octubre de 2015. Tipo de cambio USDCLP 687,5

(1) Average Daily Trading Volume

(2) El tamaño de círculo representa la capitalización bursátil. Para realizar los cálculos de forma conservadora, se consideró para ENI Chile y ENI Américas el descuento actual de ENI (22%) y para EOC Chile el de EOC (13%)

(3) Para calcular el ADTV de las nuevas compañías (ENI Américas, ENI Chile y EOC Chile) se asumió la valorización de las compañías y que el ADTV/Float de dichas compañías sería equivalente al de ENI o EOC según corresponda



# Principales índices bursátiles de los que forma parte ENI y EOC

Según estimaciones proforma de ENI Américas, ENI Chile y EOC Chile, no se esperaría que dichas empresas dejen de calificar dentro de los principales índices bursátiles donde figuran ENI y EOC actualmente

Índices	Características principales	% relativo ENI	% relativo EOC
• IPSA	<ul style="list-style-type: none"> <li>Acciones listadas en la BCS con capitalización bursátil mayor a USD 200 millones</li> <li>Free float mayor a 5%</li> <li>Se eligen las 40 sociedades con mayor MTPA<sup>(1)</sup></li> </ul>	9,23%	7,30%
• IGPA	<ul style="list-style-type: none"> <li>Acciones listadas en la BCS cuyos montos transados anuales sean superiores a UF 10.000</li> <li>Free float mayor a 5%</li> </ul>	8,02%	6,35%
• INTER - 10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Acciones que perteneciendo al IPSA, transan ADRs</li> <li>Se eligen las 10 acciones con mayor MTPA<sup>(1)</sup></li> </ul>	20,72%	16,40%
• IGPA - LARGE	<ul style="list-style-type: none"> <li>Acciones del IGPA con presencia bursátil mayor a 25%</li> <li>Clasifican aquellas sociedades que en conjunto sumen una capitalización bursátil acumulada del 70% de la cartera patrimonial</li> </ul>	12,87%	10,19%
• Utilities	<ul style="list-style-type: none"> <li>Presencia bursátil mayor a 25%</li> <li>Free float mayor a 5%</li> <li>Poseer un 50% o más de sus activos relacionados al sector <i>utilities</i></li> </ul>	32,60%	25,81%
• Chile-65	<ul style="list-style-type: none"> <li>65 acciones mas representativas de acuerdo a su capitalización de mercado ajustado por <i>free float</i></li> <li>Frecuencia mayor al 25% para los últimos 180 días hábiles</li> <li>No se consideran acciones de empresas que son vehículos de control de otras compañías</li> </ul>	6,96%	8,27%
• Latin America 40 <sup>(2)</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>40 acciones con mayor capitalización bursátil de América Latina (compañías <i>Blue chip</i>)</li> <li>Float-adjusted turnover mayor a 30%</li> </ul>	1,75%	1,42%
• Emerging Markets	<ul style="list-style-type: none"> <li>Acciones más líquidas y con mayor capitalización bursátil (<i>large, mid y small cap</i>)</li> <li>ATVR<sup>(3)</sup> a 12 meses mayor al 10%</li> <li>ATVR a 3 meses mayor al 5%</li> <li>Trading mayor al 70% (frecuencia)</li> <li>FIF<sup>(4)</sup> o <i>free float</i> mayor al 15%</li> </ul>	0,16%	0,12%
• Emerging Markets IMI		0,32%	0,08%
• Emerging Markets Value (IMI)		0,14%	0,10%
• Emerging Markets Large Cap		0,19%	0,14%
• Emerging Markets L. America		1,17%	0,85%
• Chile (IMI)		12,84%	9,35%
• Emerging Markets Utilities		4,81%	3,50%
• FTSE RAFI Emerging (QSR)	350 compañías con el mayor RAFI <sup>(5)</sup> de mercados emergentes	0,25%	0,15%



Fuente: FTSE, MSCI, BCS, Bolsa Electrónica, ETFDB, Bloomberg. (1) Monto transado ponderado anual; Nota: (2) Se consideró el ETF ILF para las ponderaciones del índice "Latin America 40"; (3) Annual Traded Value Ratio; (4) Foreign Inclusion Factor; (5) RAFI: Research Affiliates Fundamental Index (ventas, flujo de caja, dividendos, valor libro)

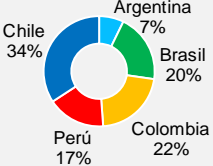
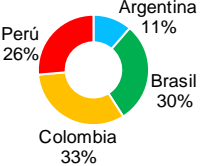

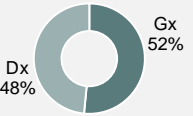


## IMPACTO DE LA REORGANIZACIÓN EN EL VALOR DE MERCADO DE ENERSIS

### iii. Consideraciones sobre la clasificación de riesgo

# Consideraciones sobre clasificación de riesgo internacional proforma de ENI Américas y ENI Chile

IMTrust

CREDICORP  
capital

Criterio	ENI	ENI Américas consolidado (proforma)	ENI Chile consolidado (proforma)
Tamaño de activos	USD 21,6 mil millones <sup>(2)</sup>	USD 14,7 mil millones <sup>(1)</sup>	USD 7,6 mil millones <sup>(1)</sup>
Diversificación de mercados (EBITDA 2015E proporcional) <sup>(1)</sup>			
Mix de negocios (EBITDA 2015E proporcional) <sup>(1)</sup>			
Posicionamiento y características de mercado	<ul style="list-style-type: none"> <li>Activos con posición relevante en los mercados donde opera</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Activos con posición relevante en los mercados donde opera</li> <li>Mayor exposición relativa a países con menor <i>rating</i> (Brasil y Argentina)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Activos con posición relevante en los mercados donde opera</li> <li>Mayor exposición relativa a mercado con mejor <i>rating</i> de la región (Chile)</li> </ul>
Consideraciones de acceso al mercado de capitales	<ul style="list-style-type: none"> <li>Entre las compañías con mayor <i>float</i> y liquidez en Chile</li> <li>Acceso a mercado de acciones y deuda internacional</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><i>Float</i> entre las principales compañías en Chile</li> <li>Acceso a mercado de acciones y deuda internacional</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><i>Float</i> entre las principales compañías en Chile</li> <li>Acceso a mercado de acciones y deuda internacional</li> </ul>
Métricas crediticias	<ul style="list-style-type: none"> <li>DFN<sup>(3)</sup>/EBITDA: 1,0x<sup>(2)</sup></li> <li>DFN<sup>(3)</sup>/Patrimonio: 0,3x<sup>(2)</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>DFN<sup>(3)</sup>/EBITDA: 0,7x<sup>(1)</sup></li> <li>DFN<sup>(3)</sup>/Patrimonio: n.d.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>DFN<sup>(3)</sup>/EBITDA: 0,9x<sup>(1)</sup></li> <li>DFN<sup>(3)</sup>/Patrimonio: 0,2x<sup>(1)</sup></li> </ul>

FitchRatings BBB+  
Moody's Baa2  
STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES BBB+

La clasificación de riesgo internacional de ENI Chile y ENI Américas podría ser igual o menor al *rating* actual de ENI

(1) Cifras en base a proyecciones proforma 2015E entregadas por la Compañía

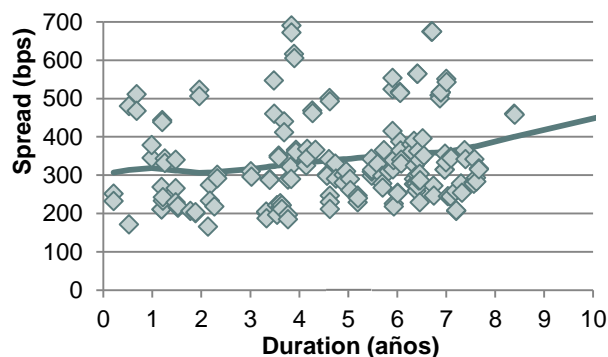
(2) Cifras de ENI a septiembre de 2015. Fuente: EEFF de la Compañía

(3) Deuda financiera neta

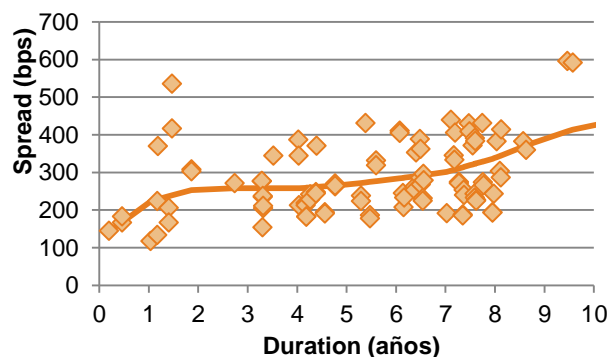
# Impactos en costo de la deuda en base a análisis para distintas clasificaciones de riesgo internacional

En base a emisiones vigentes de deuda en LatAm, se observa un diferencial de *spread* crediticio (*G-Spread*) entre aproximadamente 60 bps entre emisores BBB- y BBB+(<sup>1</sup>) (2 *notches*)

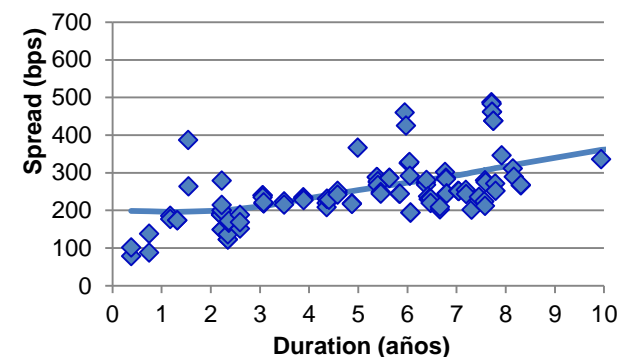
Spread deuda emisores LatAm BBB-



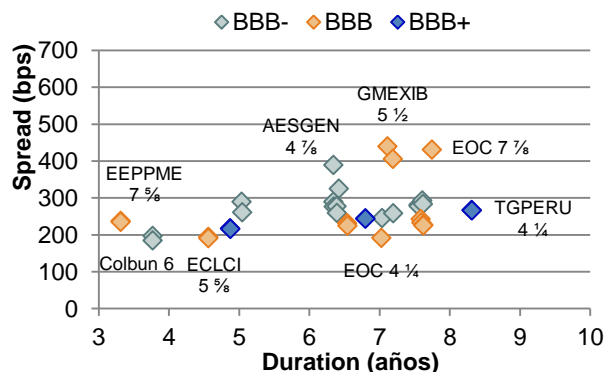
Spread deuda emisores LatAm BBB



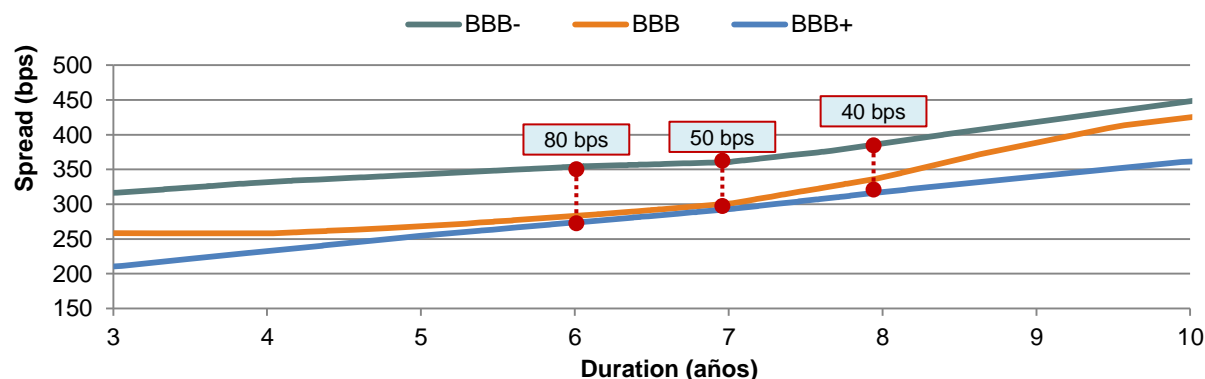
Spread deuda emisores LatAm BBB+



Spread deuda emisores sector utilities



Spread deuda emisores LatAm por clasificación de riesgo internacional(<sup>2</sup>)



Fuente: Bloomberg. Datos al 28 de octubre de 2015

(1) Para un duration aproximado entre 6 y 8 años

(2) Considera una muestra de bonos internacionales de emisores LatAm según clasificación de riesgo. Se excluyeron del análisis bonos de Odebrecht, Braskem (filial de Odebrecht) y Gerdau

# Impactos de eventuales incrementos en el costo de la deuda para los accionistas de ENI

IMTrust

CREDICORP  
capital  
NEP Capital | Corredor | IMTrust

El impacto para los accionistas de ENI ante una disminución de hasta 1 *notch* para ENI Chile y hasta 2 *notches* para ENI Américas en la clasificación de riesgo internacional de sus respectivas deudas de largo plazo estaría entre USD 70 y 215 millones

## Consideraciones y supuestos

- Entendemos que ENI ha solicitado *shadow ratings* proforma post Reorganización, los que aún no han sido entregados
- Se asume que las nuevas compañías ENI Chile y ENI Américas mantendrían al menos el nivel de *investment grade*
- Para sensibilizar los impactos para los accionistas de ENI ante un potencial incremento en el costo de la deuda de ENI Chile y ENI Américas se asume que el diferencial de *spread* crediticio ante una disminución de 1 *notch* sería de aproximadamente 30 bps

## Sensibilidad ante incrementos en el costo de la deuda en la tasa de descuento (WACC)

### Variación de la valorización de ENI Chile y ENI Américas atribuible a los accionistas de ENI

Cifras en USD millones

			Impacto ante cambios en el costo de deuda de ENI Chile		
			0 bps	30 bps	60 bps
			-	(1 notch)	(2 notches)
Impacto ante cambios en el costo de deuda de ENI Américas	0 bps	-	-	70	139
	30 bps	(1 notch)	73	143	212
	60 bps	(2 notches)	145	215	284

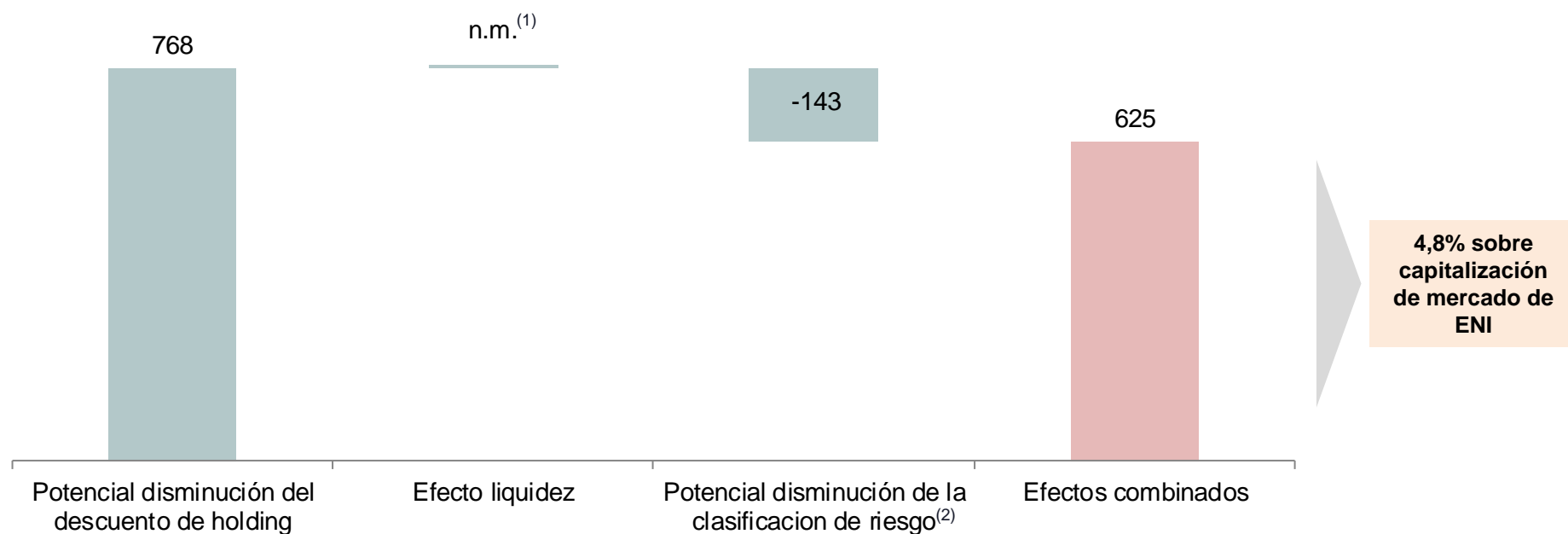
## IMPACTO DE LA REORGANIZACIÓN EN EL VALOR DE MERCADO DE ENERSIS

### iv. Resumen

# Potenciales impactos de valor de mercado para los accionistas de ENI

Desde el punto de vista de la valorización de mercado (bursátil) para los accionistas de ENI se aprecian 3 efectos potenciales:  
(i) disminución del descuento de *holding*, (ii) liquidez y (iii) disminución de la clasificación de riesgo de la deuda

Cifras en USD millones



(1) Se asume que dicho impacto no sería significativo

(2) Considera el promedio entre el rango de impactos eventuales para los accionista de ENI

## IMPACTOS DE FLUJO DE CAJA DE LA REORGANIZACIÓN EN EL VALOR DE ENERSIS

### i. Impactos en EBITDA

7



# Supuesto sobre eficiencias directamente atribuibles a la Reorganización

## Eficiencias directas producto de la Reorganización (USD millones)<sup>(1)</sup>

	ENI Chile	ENI Américas
(Valores estimados por la Compañía antes de impuestos)		
Costos operativos	89 / 5	222 / 0
Gastos S&S holdings	9 / 9	4 / 4
Gastos S&S operativas	0 / 0	38 / 0
Cash pooling y GGFF	-	15 / 0
<b>Total</b>	<b>99 / 14</b>	<b>279 / 4</b>

Eficiencia estimada / Eficiencia considerada

## Consideraciones y supuestos

- En conjunto con la Reorganización, ENI ha presentado un plan de eficiencias para los siguientes años, en el cual no se incluyen los impactos tributarios que son explicados más adelante:
  - Eficiencias en costos operativos
  - Eficiencias en gastos de *staff & services* (S&S)
  - Cash pooling* (centralización de caja) y gastos financieros
- Entendemos que estas eficiencias podrían ser alcanzables en régimen al año 2019
- No obstante, para fines de estimar los impactos en EBITDA atribuibles directamente a la Reorganización se consideran:
  - Los ahorros de costos asociados a la eliminación de operaciones redundantes en EOC Chile y Chilectra Chile
  - Los ahorros de costos de *staff & services* para ENI Chile y ENI Américas Holding
- Dicha estimación no presupone una valoración sobre la capacidad de implementación y probabilidad de éxito del plan de eficiencias

Se estima un ahorro anual antes de impuestos de USD 18 millones (año régimen) por eficiencias directamente atribuibles a la Reorganización

Fuente: la Compañía

(1) Comparación de datos del año 2019 con respecto a datos del año 2015 (tipo de cambio base y homogéneo 2014)

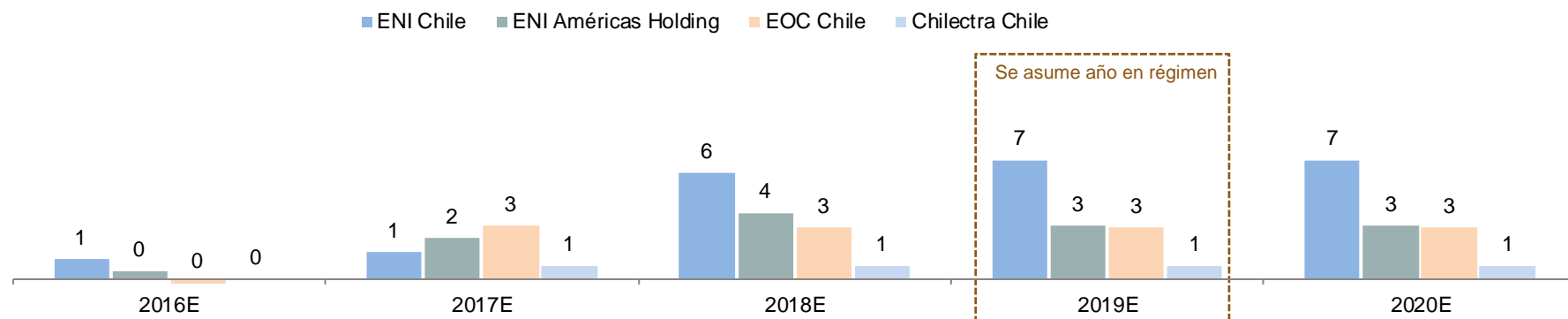
# Impactos en EBITDA para los accionistas de ENI

IMTrust

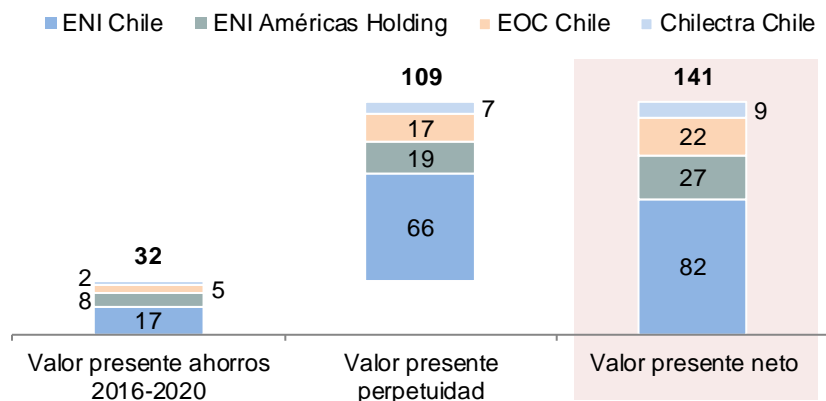
CREDICORP  
capital

En base a las eficiencias estimadas por ENI con respecto a gastos de *staff & services* para ENI Chile y ENI Américas Holding y la disminución de costos operativos en EOC Chile y Chilectra Chile, el VPN de dichas eficiencias para los accionistas de ENI sería de USD 141 millones

## Eficiencias consideradas (USD millones) según proyecciones de ENI ajustados por impuesto<sup>(1)</sup>



## Valor presente neto (VPN) de eficiencias consideradas (USD mm)<sup>(2)</sup>



## Sensibilidad en VPN (USD millones) ante cambios en los WACC

Variación en los WACC				
-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%
166	152	141	131	123

Fuente: la Compañía, Bloomberg e IM Trust

(1) Ahorro anual a régimen (año 2019) en comparación con datos del año 2015 (tipo cambio base y homogéneo 2014), según información entregada por ENI. Se ajustaron los valores acorde a la norma tributaria en Chile

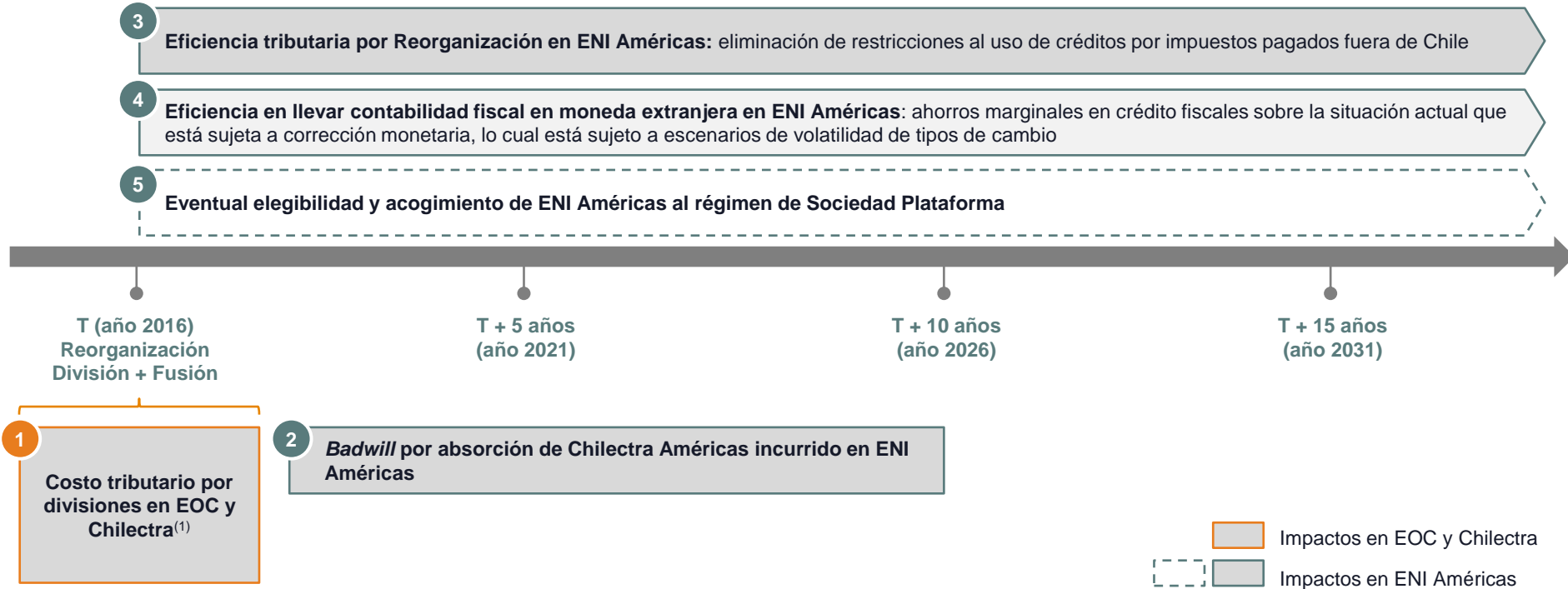
(2) Se utilizó un WACC para ENI Américas de 8,61%, para ENI Chile de 7,10%, para EOC Chile de 7,08% y para Chilectra Chile 7,14%

## IMPACTOS DE FLUJO DE CAJA DE LA REORGANIZACIÓN EN EL VALOR DE ENERSIS

### ii. Impactos tributarios

# Esquema sobre los impactos tributarios de la Reorganización según ENI

## Esquema de los impactos tributarios como resultado de la Reorganización, identificados por la Compañía:



- Para fines del presente análisis, se consideran dos escenarios:
  - Escenario que considera los efectos 1, 2, y 3
  - Escenario que considera el efecto 4, en adición a los efectos 1, 2 y 3
- El efecto 4 está sujeto a que el Servicio de Impuestos Internos de Chile autorice a ENI Américas llevar contabilidad fiscal en moneda extranjera, y los beneficios de dicho efecto 4 (ahorros marginales sobre la situación actual -contabilidad fiscal en pesos chilenos-), estaría sujetos a escenarios de volatilidad de tipos de cambio
- En ambos escenarios no se considera el efecto 5 sobre la eventual elegibilidad y acogimiento de ENI Américas al régimen de Sociedad Plataforma

Fuente: la Compañía

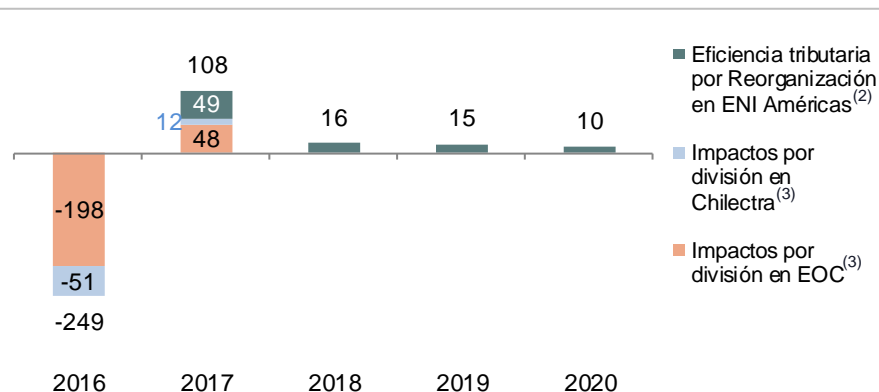
(1) Estos gastos generarían un crédito fiscal para el ejercicio tributario siguiente equivalente al 24% del costo incurrido por EOC y Chilectra según corresponda

# Impactos tributarios de la Reorganización para los accionistas de ENI

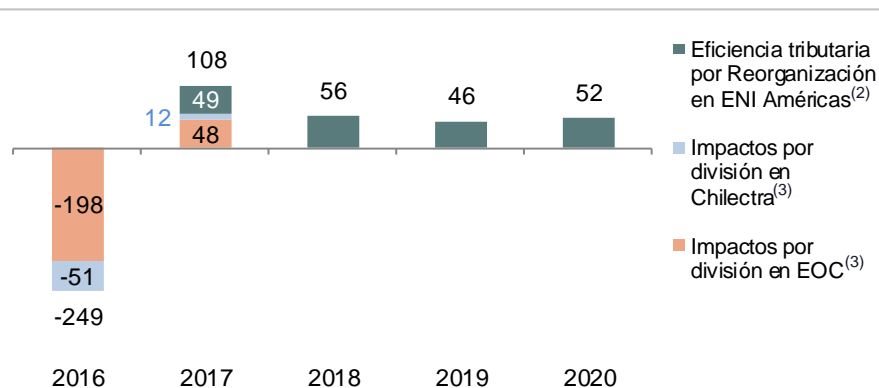
El valor presente neto de los impactos tributarios para los accionistas de ENI estaría en un rango entre USD 69 y 390 millones con un período de repago (*payback*) en un rango entre 5 y 9 años

Efecto tributario para los accionistas de ENI<sup>(1)</sup> (USD millones)

Escenario con contabilidad tributaria en pesos para ENI Américas

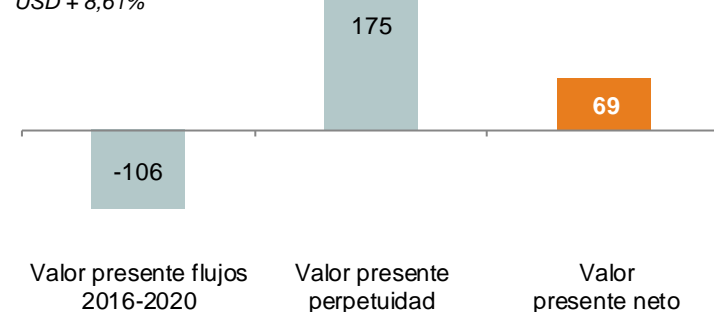


Escenario con contabilidad tributaria en moneda extranjera para ENI Américas

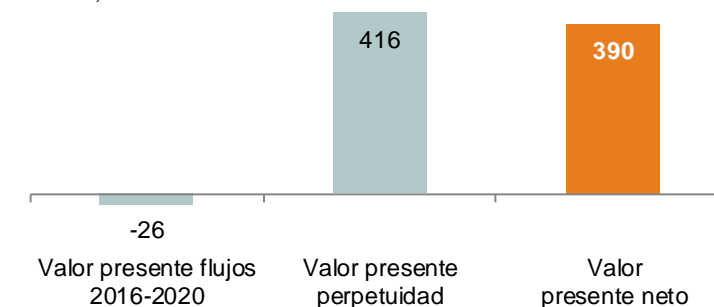


Valor presente neto (VPN) del efecto tributario (USD millones)

WACC de ENI Américas  
USD + 8,61%



WACC de ENI Américas  
USD + 8,61%



Fuente: la Compañía

(1) Cálculos en base a estimaciones entregadas por la Compañía. Los efectos corresponden a los impactos tributarios proporcionales a la participación de los accionistas de ENI en los vehículos en donde se generarían dichos efectos

(2) Impacto neto de badwill por absorción de Chiletra Américas

(3) Para la estimación de los costos tributarios por división, se utilizó el valor patrimonial de las respectivas compañías según valorización por criterios de mercado del presente Informe

## IMPACTOS DE FLUJO DE CAJA DE LA REORGANIZACIÓN EN EL VALOR DE ENERSIS

### iii. Costos de la transacción (*one-off*)

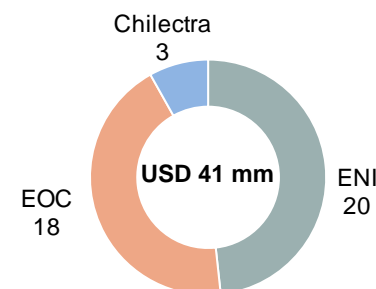
# Costos de la transacción (*one-off*)

En base al presupuesto estimado por la Compañía, el costo presente de la transacción (costos *one-off*) para los accionistas de ENI sería de USD 33 millones

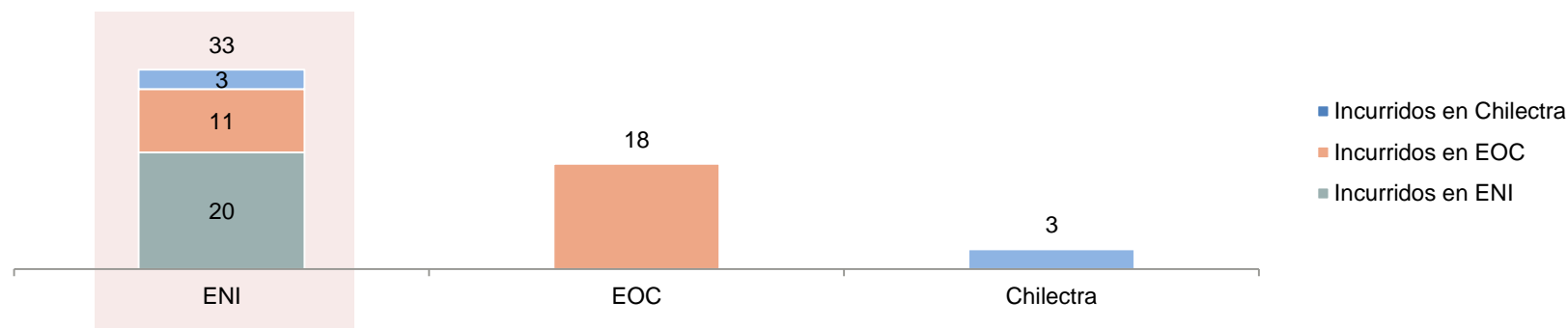
## Consideraciones y supuestos

- Los costos transaccionales que se muestran han sido estimados por ENI en USD 41 millones
- Dichos costos incluyen USD 8 millones que la Compañía considera opcionales a ser destinados a eventuales procesos de *liability management*, de ser requeridos

## Desagregación de costos totales de la transacción (USD millones)



## Costo presente según accionistas de cada compañía (USD millones)<sup>(1)</sup>



Fuente: la Compañía

(1) Costo presente proporcional según la participación en cada compañía donde se incurre los costos

## IMPACTOS DE FLUJO DE CAJA DE LA REORGANIZACIÓN EN EL VALOR DE ENERSIS

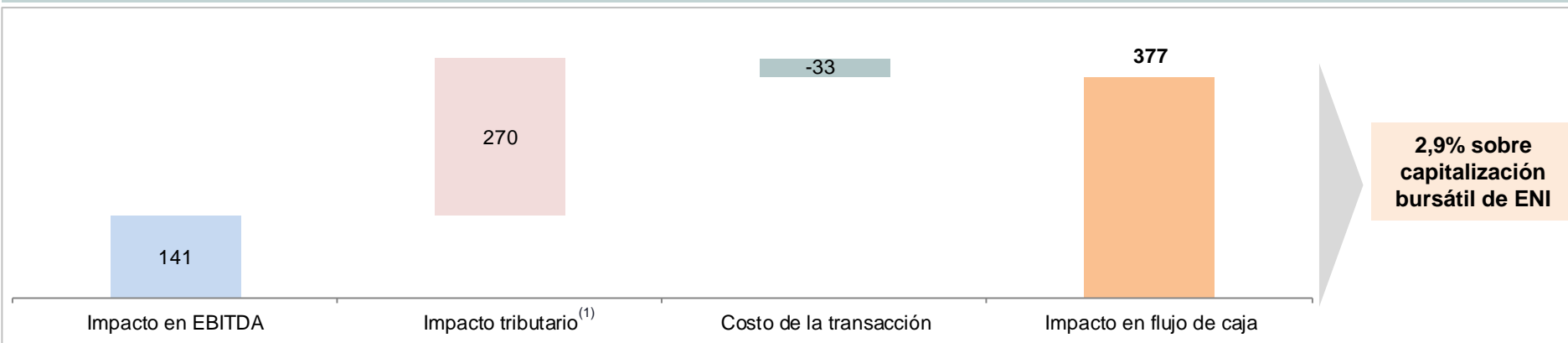
### iv. Resumen



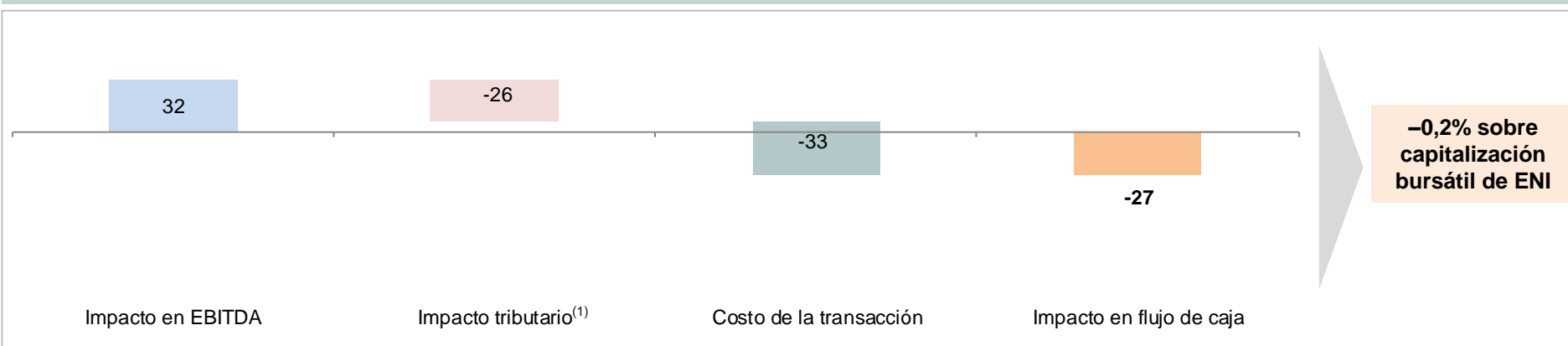
# Potenciales impactos en flujo de caja para los accionistas de ENI

El valor presente neto (VPN) en impactos de flujo de caja a perpetuidad para los accionistas de ENI sería de ~USD 377 millones (2,9% de cap. bursátil de ENI), y el VPN en un horizonte de tiempo de 5 años tendría un valor negativo de ~USD 27 millones (–0,2% de cap. bursátil de ENI)

Valor presente neto en impactos de flujo de caja a perpetuidad para los accionistas de ENI (USD millones)



Valor presente en el periodo 2016 a 2020 de impactos de flujo de caja para los accionistas de ENI (USD millones)



(1) Considera la suma de (i) el valor presente de los flujos en el periodo 2016 a 2020 bajo el escenario con contabilidad tributaria en moneda extranjera para ENI Américas, y (ii) el promedio entre el valor presente a perpetuidad de los impactos tributarios para los accionistas de ENI bajo un escenario con y sin contabilidad tributaria en moneda extranjera para ENI Américas

## ESTIMACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES RELATIVAS EN LA FUSIÓN EN ENI AMÉRICAS

# 8

# Metodología para la estimación de las participaciones relativas en la fusión en ENI Américas

- En su etapa final, la Reorganización comprendería la fusión entre ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas
- La metodología utilizada para estimar las participaciones relativas es la siguiente:

## Flujo de caja descontado ("FCD")

- Valorización por FCD de cada una de las sociedades que conformarían ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas
  - Valorizaciones en base a proyecciones entregadas por la Compañía
- Valorización por suma de partes para ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas
- Participaciones relativas en base a las valorizaciones relativas y composición de deuda financiera neta de cada sociedad

## Cotizaciones y comparables de mercado

- Valorización de cada una de las sociedades que conformarán ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas, considerando:
  - Capitalizaciones bursátiles para las sociedades que están abiertas en bolsa con cierta liquidez
  - Múltiplos de mercado de empresas abiertas según negocios y países
- Valorización por suma de partes para ENI Américas, EOC Américas y Chilectra Américas
- Participaciones relativas en base a las valorizaciones relativas y composición de deuda financiera neta de cada sociedad

**Rango de participaciones relativas según los resultados obtenidos separadamente de ambas metodologías**

## ESTIMACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES RELATIVAS EN LA FUSIÓN EN ENI AMÉRICAS

- i. Participaciones relativas según valorización  
por flujos de caja descontados

# Metodología utilizada en la valorización por FCD

## Metodología utilizada para valorización por (FCD)

(+) Ingresos

(-) Costos

(-) Gasto generales

(+) EBITDA

(-) Impuestos sobre resultado operacional

(-) Inversiones (CapEx)

(-) Requerimiento de capital de trabajo

Flujo de caja libre

Descontado a tasa de descuento (WACC)

Valor de activos (EV)

(-) Deuda financiera neta + otros pasivos<sup>(1)</sup>

Valor patrimonio

## Principales criterios para la valorización por FCD

- **Tipo de valorización**
  - Valorización de activos de manera individual y posterior suma de partes según participación de ENI, EOC y Chilectra en cada activo
- **Moneda**
  - Proyecciones en moneda local convertidas a USD según tipo de cambio proyectado para cada año
- **Horizonte proyectado**
  - Proyección a 5 años (año 2015 a 2020)
- **Fecha de valorización**
  - 30 de junio de 2015
- **Valor terminal**
  - Calculado de acuerdo a múltiplo EV/EBITDA terminal por activo, el cual fue determinado en base a múltiplos actuales y promedios históricos de compañías comparables
- **Tasa de descuento**
  - Tasa libre de riesgo: US *Treasury* a 20 años
  - Riesgo país según *Credit Default Swap* a 10 años<sup>(2)</sup>
  - Beta de activos por negocio, según muestra de compañías comparables
  - Premio por riesgo de mercado de 6,0%
  - Tasa de interés de la deuda según retornos de bonos de empresas comparables para cada país
- **Tasa de impuestos corporativa**
  - Normativa vigente de cada país, según información entregada por la Compañía

(1) Deuda financiera neta = deuda financiera – caja y equivalentes a caja. Se consideraron otros pasivos según información entregada por la Compañía

(2) Solo para determinar el riesgo país en Argentina se utilizó el promedio del EMBIG (Emerging Market Bond Index) de los últimos 30 días a la fecha

# Rango de valorización de ENI Américas según FCD

La valorización de ENI Américas por FCD estaría en un rango entre USD 10.081 y 11.629 millones

Valor patrimonio según FCD	Valorización base
	USD millones
ENI Américas <sup>(1)</sup>	5.926
EOC Américas	3.902
Chilectra Américas	1.012
<b>ENI Américas post fusión</b>	<b>10.840</b>

Rango del valor patrimonio		
Inferior		Superior
USD millones		USD millones
5.533	-	6.335
3.632	-	4.182
916	-	1.112
<b>10.081</b>	<b>-</b>	<b>11.629</b>

Sensibilización del valor patrimonio de ENI Américas<sup>(1)</sup> (USD millones)

		Variación tasa de descuento (WACC)		
		0,5%	0,0%	-0,5%
Variación múltiplo EBITDA terminal	-5,0%	5.533	5.499	5.644
	0,0%	5.608	5.926	6.065
	5,0%	6.014	6.172	6.335

Sensibilización del valor patrimonio de EOC Américas (USD millones)

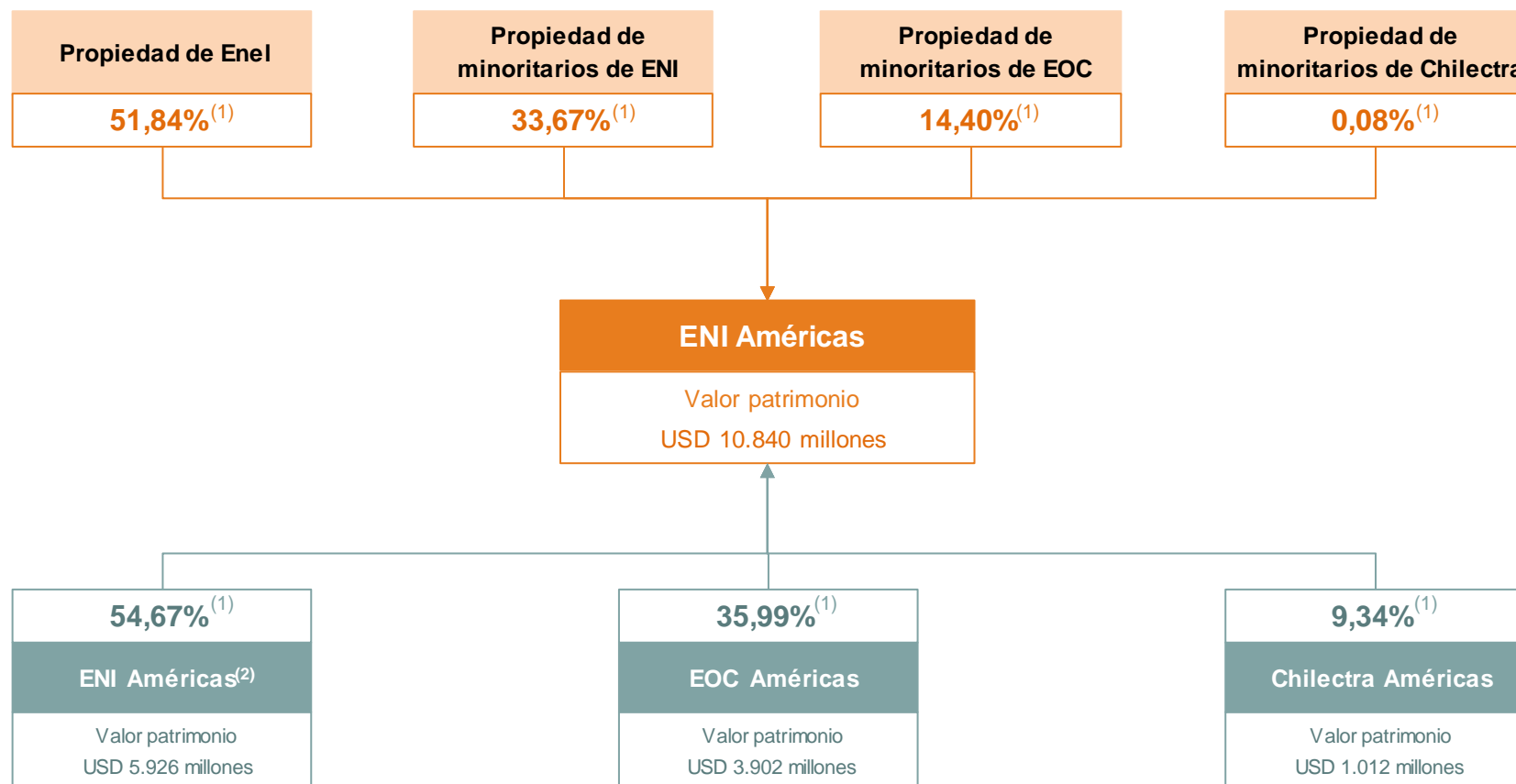
		Variación tasa de descuento (WACC)		
		0,5%	0,0%	-0,5%
Variación múltiplo EBITDA terminal	-5,0%	3.632	3.601	3.701
	0,0%	3.668	3.902	4.005
	5,0%	3.962	4.070	4.182

Sensibilización del valor patrimonio de Chilectra Américas (USD millones)

		Variación tasa de descuento (WACC)		
		0,5%	0,0%	-0,5%
Variación múltiplo EBITDA terminal	-5,0%	916	910	944
	0,0%	938	1.012	1.046
	5,0%	1.037	1.074	1.112

(1) No considera los activos aportados por ENI a ENI Américas a través de su participación en EOC y Chilectra

# Estimación de las participaciones relativas según valorización por FCD



(1) Consideran la valorización base según FCD

(2) No considera los activos aportados por ENI a ENI Américas a través de su participación en EOC y Chilectra

## ESTIMACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES RELATIVAS EN LA FUSIÓN EN ENI AMÉRICAS

### ii. Participaciones relativas según valorización por múltiplos y capitalización de mercado



# Rango de valorización de ENI Américas según criterios de mercado

La valorización de ENI Américas según criterios de mercado estaría en un rango entre USD 10.572 y 11.209 millones

Valor patrimonio según criterios de mercado	Valorización base
	USD millones
ENI Américas <sup>(1)</sup>	5.827
EOC Américas	3.878
Chilectra Américas	1.186
<b>ENI Américas post fusión</b>	<b>10.890</b>

Rango del valor patrimonio		
Inferior		Superior
USD millones		USD millones
5.653	-	6.001
3.764	-	3.991
1.154	-	1.217
<b>10.572</b>	<b>-</b>	<b>11.209</b>



Sensibilización del valor patrimonio de ENI Américas<sup>(1)</sup> (USD millones)

		Variación múltiplo P/Utilidad 2015 y 2016		
		-5,0%	0,0%	5,0%
Variación múltiplo EV/EBITDA 2015 y 2016	-5,0%	5.653	5.728	5.804
	0,0%	5.752	5.827	5.902
	5,0%	5.850	5.925	6.001

Sensibilización del valor patrimonio de EOC Américas (USD millones)

		Variación múltiplo P/Utilidad 2015 y 2016		
		-5,0%	0,0%	5,0%
Variación múltiplo EV/EBITDA 2015 y 2016	-5,0%	3.764	3.819	3.874
	0,0%	3.823	3.878	3.933
	5,0%	3.881	3.936	3.991

Sensibilización del valor patrimonio de Chilectra Américas (USD millones)

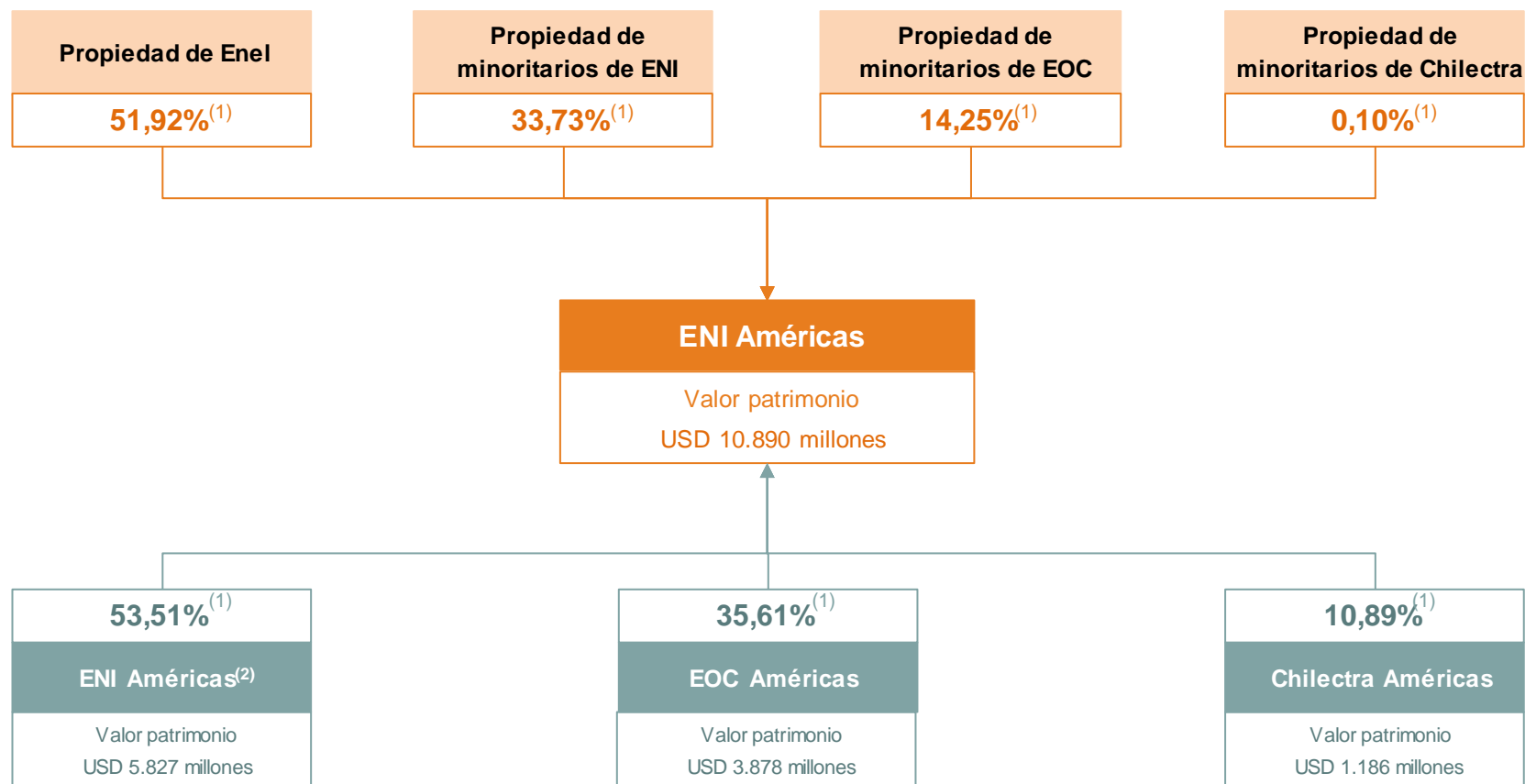
		Variación múltiplo P/Utilidad 2015 y 2016		
		-5,0%	0,0%	5,0%
Variación múltiplo EV/EBITDA 2015 y 2016	-5,0%	1.154	1.167	1.180
	0,0%	1.173	1.186	1.199
	5,0%	1.191	1.204	1.217

(1) No considera los activos aportados por ENI a ENI Américas a través de su participación en EOC y Chilectra

# Estimación de las participaciones relativas según valorización por criterios de mercado

IMTrust

CREDICORP  
capital  
NEP Capital Limited | IMTrust



(1) Consideran la valorización base según criterios de mercado

(2) No considera los activos aportados por ENI a ENI Américas a través de su participación en EOC y Chilectra

## ESTIMACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES RELATIVAS EN LA FUSIÓN EN ENI AMÉRICAS

### iii. Resumen

# Rango de las participaciones relativas en la fusión de ENI Américas

	ENI Américas	EOC Américas	Chilectra Américas
Participación relativa según valorización por FCD	54,67%	35,99%	9,34%
Participación relativa según valorización por criterios de mercado	53,51%	35,61%	10,89%
<b>Rango de participaciones relativas en ENI Américas</b>	<b>53,51% - 54,67%</b>	<b>35,61% - 35,99%</b>	<b>9,34% - 10,89%</b>

## Grupo de accionistas de ENI Américas

	Enel	Accionistas minoritarios de ENI	Accionistas minoritarios de EOC	Accionistas minoritarios de Chilectra
Propiedad en ENI Américas según valorización por FCD	51,84%	33,67%	14,40%	0,08%
Propiedad en ENI Américas según valorización por criterios de mercado	51,92%	33,73%	14,25%	0,10%
<b>Rango de propiedad en ENI Américas</b>	<b>51,84% - 51,92%</b>	<b>33,67% - 33,73%</b>	<b>14,25% - 14,40%</b>	<b>0,08% - 0,10%</b>

## **RESPUESTAS A PREGUNTAS REALIZADAS POR MIEMBROS DEL COMITÉ DE DIRECTORES DE ENERSIS**

# 9

# Respuestas a preguntas realizadas por el Director Sr. Rafael Fernández M.



**1. Se afirmó en reunión de Comité de Directores que el descuento de *holding* de ENI se puede calcular como el valor de sus partes basada en múltiplos versus su valor de mercado y a su vez, que es posible que el mercado elimine una porción de dicho descuento al reorganizar ENI de acuerdo al formato impulsado a través de la Reorganización. Se solicita que IM Trust entregue su opinión con respecto a lo anterior**

- El descuento de *holding* de ENI se estimó en base a la diferencia entre (i) la valorización por suma de partes según múltiplos de mercado de compañías comparables y capitalización bursátil de filiales listadas y líquidas, y (ii) la capitalización de mercado actual de ENI
- Ver capítulo 6, “Impacto de la Reorganización en el valor de mercado de Enersis”, numeral (i), “Consideraciones de descuento de *holding*” referido a la estimación del descuento de *holding* actual de ENI

**2. ¿Cómo se puede explicar la diferencia de valuación entre ENI y EOC por múltiplos de mercado, considerando que tienen similar distribución geográfica de activos?**

- La diferencia de valorización entre ENI y EOC se debe, entre otros factores, a que (i) EOC tiene mayor presencia relativa que ENI en países en donde los múltiplos de compañías del sector eléctrico transan más altos, y (ii) el mercado atribuye un mayor descuento de *holding* en ENI que en EOC
- Ver página siguiente para mayor detalle

**3. ¿Cuál podría ser la valuación de Chilectra, considerando las valuaciones por múltiplos de EOC y ENI?**

- Ver capítulo 6, “Impacto de la Reorganización en el valor de mercado de Enersis”, numeral (i), “Consideraciones de descuento de *holding*”, en donde se detalla la valorización por criterios de mercado de Chilectra según suma de partes

**4. Considere los EBITDA de ENI, por país y por líneas de negocios (Gx, Dx + Tx) de los últimos 5 años. ¿Qué conclusiones podrían aportar, relacionadas a la Reorganización?**

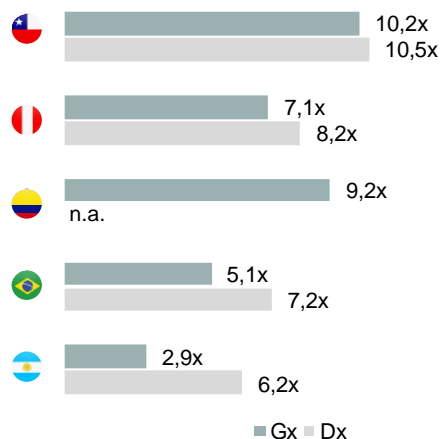
- En los últimos 5 años, la participación de Chile en el EBITDA consolidado de ENI ha bajado en ~10% dando espacio principalmente a Colombia y Perú, teniendo una volatilidad en EBITDA mayor que en el resto de los países en agregado
- El EBITDA consolidado de ENI por negocio de generación y distribución eléctrica ha mostrado una participación estable en los últimos 5 años, representando en promedio para dicho periodo un 46% para el negocio de distribución y un 54% para el de generación
- En el marco de la Reorganización y desde un punto de vista proforma:
  - ENI Chile habría tenido una mayor volatilidad en EBITDA en los últimos 5 años que lo que habría tenido ENI Américas y mayor de lo que tuvo ENI. ENI Américas por otro lado, habría tenido una menor volatilidad de lo que tuvo ENI
- Ver página subsiguiente referida a la volatilidad y desagregación del EBITDA consolidado de ENI para los últimos 5 años

# Diferencia de valorización por múltiplos entre ENI y EOC

1

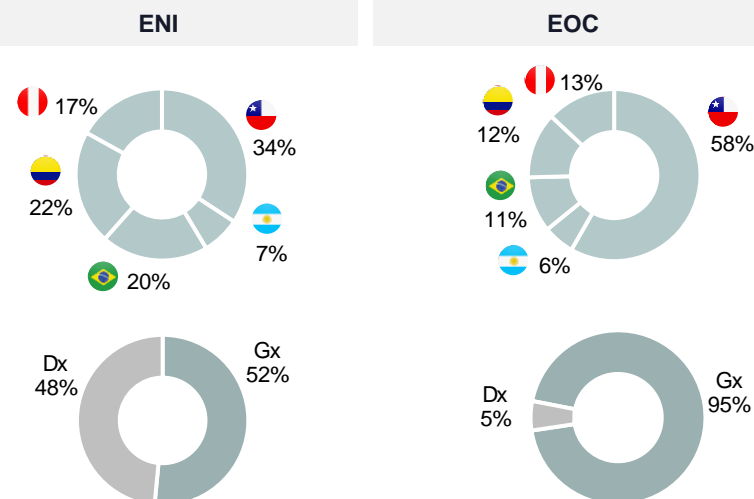
EOC tiene mayor presencia que ENI en mercados que transan con múltiplos más altos

EV/EBITDA 2015E de compañías de Gx y Dx



Considera la mediana de selección realizada

Distribución de EBITDA proporcional 2015E



2

ENI tiene un mayor descuento de holding que EOC

Descuento de *holding* de ENI (USD millones)



Descuento de *holding* de EOC (USD millones)



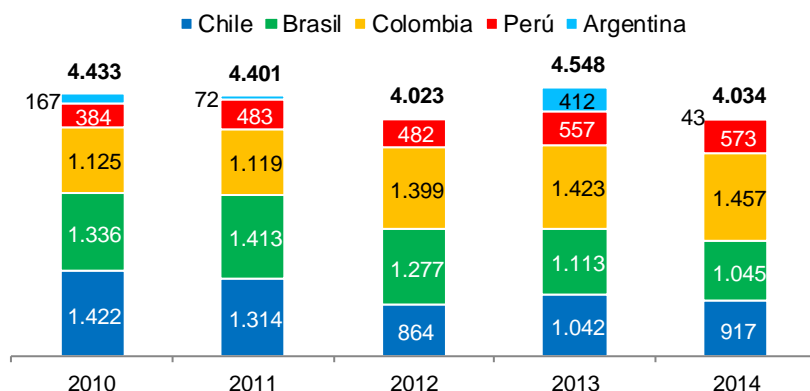
# Evolución del EBITDA de ENI

IMTrust

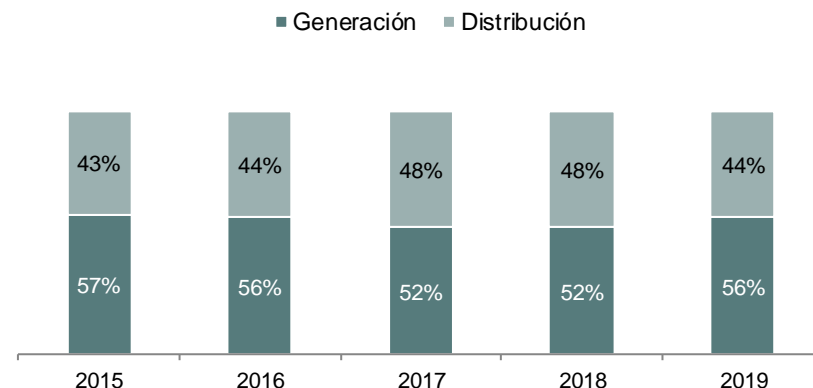
CREDICORP  
capital

En los últimos cinco años, la participación de Chile en el EBITDA consolidado ha bajado en ~10% dando espacio principalmente a Colombia y Perú, teniendo una volatilidad en EBITDA mayor que el del resto de países en agregado

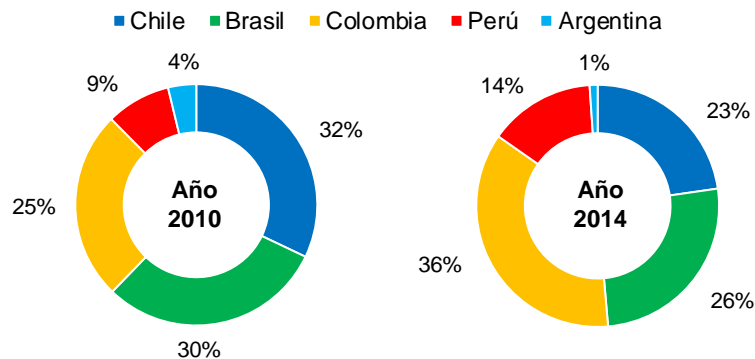
Descomposición del EBITDA de ENI por país (USD millones)



Descomposición del EBITDA de ENI por negocio



Descomposición del EBITDA de ENI por país años 2010 y 2014



Variación y volatilidad del EBITDA de ENI por país



Fuente: Presentaciones de resultados, memorias y proyecciones de Enersis



IMTrust

 **CREDICORPcapital**  
BCP Capital | Correval | IM Trust

**Oficina Santiago**

Avenida Apoquindo 3721, Piso 9  
Las Condes  
7550177  
Chile

+56 (2) 2450 1600