

# Informe de Evaluación Independiente

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



# Información importante

*El presente documento ha sido preparado por Credicorp Capital Asesorías Financieras S.A. (en adelante “Credicorp Capital”) a solicitud del Comité de Directores de Enersis Américas S.A (“ENIA” o la “Compañía”) para los efectos previstos en el artículo 147 de la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas.*

*Las recomendaciones y conclusiones del presente documento constituyen el mejor parecer u opinión de Credicorp Capital respecto de la Operación Propuesta (según este término se define más adelante) 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. Credicorp Capital no tendrá obligación alguna de comunicar dichas variaciones como así tampoco cuando las opiniones o información contenidas en el documento se modifiquen.*

*Para la elaboración del presente documento, Credicorp Capital se ha basado única y exclusivamente en la información entregada por ENIA y en información pública, respecto de las cuales Credicorp Capital ha asumido, sin realizar una verificación independiente, su completa y total integridad y exactitud. De esta manera, Credicorp Capital 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 ENIA, 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 Credicorp Capital con respecto a su ocurrencia, como así tampoco el de los supuestos subyacentes a los mismos.*

1. Resumen ejecutivo y conclusiones
2. Antecedentes y descripción de la Operación Propuesta
3. Consideraciones generales utilizadas en el Informe
4. Análisis de los términos económicos de la Operación Propuesta
  - i. Metodologías utilizadas para la valorización de ENIA, EOCA y CHIA
  - ii. Valorización de ENIA, EOCA y CHIA
  - iii. Estimación de las razones de canje de la Operación Propuesta
  - iv. Análisis de los términos económicos de la Operación Propuesta
5. Consideraciones de flujo de caja y bursátiles de la Operación Propuesta
  - i. Impactos en EBITDA
  - ii. Impactos tributarios
  - iii. Consideraciones de descuento de *holding*
  - iv. Consideraciones de liquidez
  - v. Consideraciones sobre la clasificación de riesgo
6. Consideraciones estratégicas y de gestión de la Operación Propuesta

## **RESUMEN EJECUTIVO Y CONCLUSIONES**

# 1

# Antecedentes y descripción de la Operación Propuesta

- Enersis Américas S.A. (“ENIA” o la “Compañía”) ha iniciado la segunda etapa de la reorganización societaria anunciada en el año 2015 (la “Operación Propuesta”). Las fases de la reorganización son las siguientes:
  - i. División (la “División”) de las sociedades Empresa Nacional de Electricidad S.A. (“EOC”), Chilectra S.A. (“Chilectra”) y Enersis S.A. (“ENI”), etapa que fue aprobada en las respectivas juntas de accionistas con fecha 18 de diciembre de 2015 e implementada a partir del 1 de marzo de 2016
  - ii. Fusión por absorción (la “Fusión”) entre ENIA (sociedad absorbente), Endesa Américas S.A. (“EOCA”) y Chilectra Américas S.A. (“CHIA”), y la emisión de una oferta pública de adquisición de acciones por parte de ENIA por el 40,02% de las acciones de EOCA (la “OPA”)<sup>(1)</sup>, la cual estará condicionada a la aprobación de la Fusión por parte de las juntas extraordinarias de accionistas de ENIA, EOCA y CHIA
- Entendemos que se ha planteado realizar la Operación Propuesta según las siguientes condiciones, entre otras:

## Operación Propuesta

- i. **Razones de canje propuestas:** 2,8 acciones de ENIA por cada acción de EOCA; 4,0 acciones de ENIA por cada acción de CHIA<sup>(2)</sup>
- ii. **Derecho a retiro de los accionistas de ENIA, EOCA y CHIA** no podrá exceder el 10,00%, 10,00%<sup>(3)</sup> y 0,91%, respectivamente, en la medida que no resulte en que algún accionista supere el 65% de propiedad de ENIA
- iii. **Compensación ante no materialización de la Fusión:** ENIA se compromete a compensar a EOC Chile y Chilectra Chile los costos tributarios soportados por EOC Chile y Chilectra Chile (netos de créditos tributarios) como consecuencia del proceso de reorganización
- iv. **OPA:**
  - **Precio:** CLP 285 por acción
  - **Condiciones:** OPA condicionada a la materialización de la Fusión

(1) OPA será financiada con la recaudación remanente del aumento de capital de Enersis S.A. en el año 2012

(2) Con respecto a la razón de canje de acciones de ENIA por acciones de CHIA, la administración de ENIA ha informado que será sometido a consideración del Directorio de ENIA del próximo 5 de agosto de 2016, un ajuste a la razón de canje desde el actual 5,0 a 4,0, en consideración de la distribución de un dividendo extraordinario a los accionistas de CHIA por CLP 120.000 millones, el cual será sometido a consideración de los accionistas de CHIA en la Junta Extraordinaria de Accionistas que deliberará acerca de la Fusión

(3) Con respecto al derecho de retiro para los accionistas de EOCA, la administración de ENIA ha informado que será sometido a consideración de los Directorios de ENIA, EOCA y CHIA, del próximo 5 de agosto de 2016, modificar la condición suspensiva de la Fusión relativa al límite máximo del derecho a retiro en EOCA, incrementando el mismo desde el actual 7,72% al 10,00%, alineándolo de esta forma al mismo límite fijado para el derecho a retiro en ENIA

# Alcances de la evaluación independiente

- Dado que la Operación Propuesta se trata de una operación entre partes relacionadas, con fecha 16 de mayo de 2016 el Comité de Directores de ENIA contrató a Credicorp Capital para actuar como evaluador independiente, de acuerdo a los requisitos establecidos en el artículo 147 de la Ley Nº 18.046 de Sociedades Anónimas
- De acuerdo a lo anterior, y en cumplimiento de lo contemplado en la Ley Nº 18.046 de Sociedades Anónimas en su artículo 147, referido a evaluadores independientes, Credicorp Capital preparó este informe (el “Informe”) que contiene entre otros los siguientes elementos:
  - i. Una descripción de las características, etapas, plazos y condiciones de la Operación Propuesta
  - ii. Un análisis de los efectos y potencial impacto de la Operación Propuesta para ENIA, incluyendo:
    - Si la Operación Propuesta contribuye al interés social de ENIA; y,
    - Si los términos económicos propuestos de la Operación Propuesta se ajustan a condiciones de mercado al tiempo de su aprobación
  - iii. Otros puntos o consultas específicas del Directorio o del Comité de Directores de ENIA respecto a la Operación Propuesta
- Como parte del análisis, Credicorp Capital ha incluido en el Informe lo siguiente:
  - Una estimación de las razones de canje para la Fusión y del valor de ENIA, EOCA y CHIA
  - Un análisis sobre los términos económicos de la Operación Propuesta
  - Un análisis del racional estratégico y potenciales impactos en el valor de ENIA de la Operación Propuesta
- 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 Operación Propuesta que aquí se evalúa
  - Un análisis sobre la factibilidad técnica, comercial, legal y/o de otra índole sobre la ejecución de la Operación Propuesta

# Esquema de análisis del impacto de la Operación Propuesta para ENIA

- La evaluación independiente de Credicorp Capital se basará en la siguiente metodología de análisis:

Términos económicos de la Operación Propuesta	Estimación de los términos económicos	<p><b>¿Cuál es el valor de las razones de canje y del precio de la OPA que se ajusta a condiciones de mercado?</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>Se valorizó ENIA, EOCA y CHIA por suma de partes de sus activos por (i) flujo de caja descontado y (ii) múltiplos y capitalización bursátil</li><li>En base a dichas valorizaciones se estimó un valor para:<ul style="list-style-type: none"><li>Las razones de canje de acciones de ENIA por cada acción de EOCA y CHIA, respectivamente</li><li>El precio por acción de EOCA aplicando descuentos correspondientes</li></ul></li></ul>
Impacto de los términos propuestos para ENIA		<p><b>¿Cuál es el impacto para ENIA de las razones de canje y precio de la OPA de la Operación Propuesta?</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>Se comparó las razones de canje y precio de la OPA estimadas con respecto a los valores que se plantean en la Operación Propuesta</li><li>En base a dicho análisis, se determinó el impacto que las razones de canje y precio de la OPA de la Operación Propuesta tendría para el accionista de ENIA</li></ul>
Otras consideraciones de la Operación Propuesta para ENIA	Consideraciones de flujo de caja y bursátiles para ENIA	<p><b>¿Existen factores de la Operación Propuesta que potencialmente tendrían un impacto en el valor de ENIA?</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>Se han identificado los siguientes factores bursátiles y de flujo de caja que potencialmente podrían tener un impacto en el valor de ENIA:<ul style="list-style-type: none"><li><u>Factores de flujo de caja:</u> potenciales ahorros / sinergias a nivel <i>holding</i> de ENIA e impactos tributarios</li><li><u>Factores bursátiles:</u> (i) potencial disminución en descuento de <i>holding</i>, (ii) efecto en la liquidez bursátil, y (iii) efecto en clasificación de riesgo</li></ul></li></ul>
Consideraciones estratégicas para ENIA		<p><b>¿La Operación Propuesta tiene sentido desde un punto de vista estratégico para ENIA?</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>Alineamiento de los intereses sobre las filiales operativas de ENIA</li><li>Mayor eficiencia en el proceso de toma de decisiones a nivel gerencial y directivo</li><li>Acceso a una porción mayor de flujos de caja por la reducción de intereses minoritarios</li><li>Cumplimiento cabal de lo planteado al mercado en el 2015</li></ul>

# Metodologías utilizadas para la valorización de ENIA, EOCA y CHIA

- Las metodologías utilizadas para estimar el valor de ENIA, EOCA y CHIA son las siguientes:

Valorización  
por suma de  
partes

## 1 Valorización por flujo de caja descontado (“FCD”)

- Valorización por FCD de las sociedades involucradas en la Fusión
- Valorizaciones en base a proyecciones entregadas por ENIA y criterios de Credicorp Capital
- Valorización por suma de partes para ENIA, EOCA y CHIA

## 2 Valorización según múltiplos y cotizaciones bursátiles (“Múltiplos”)

- Valorización de las sociedades involucradas en la Fusión considerando:
  - Múltiplos de mercado de empresas abiertas según negocios y países
  - Para empresas abiertas con liquidez relevante, se consideró su capitalización bursátil
- Valorización por suma de partes para ENIA, EOCA y CHIA

Los valores de mercado de ENIA, EOCA y CHIA, se estiman aplicando el descuento de mercado de ENIA a las valorizaciones por suma de partes

# Estimación de las razones de canje y el impacto para ENIA

Asumiendo que todos los accionistas minoritarios de EOCA y CHIA acuden a la Fusión, se estima que la Operación Propuesta tendría un costo implícito para ENIA de USD 145 millones (1,67% de su capitalización bursátil<sup>(2)</sup>). El precio de la OPA está levemente bajo el precio estimado de EOCA

	Compañía	ENIA		EOCA		CHIA <sup>(1)</sup>	
		FCD	Múltiplos	FCD	Múltiplos	FCD	Múltiplos
Precio por acción por valorización por suma de partes	CLP	126	127	310	323	458	464
<b>Precio por acción por valorización por suma de partes (promedio de metodologías)</b>	<b>CLP</b>	<b>126</b>		<b>317</b>		<b>461</b>	
Precio bursátil de la acción actual <sup>(2)</sup>	CLP	115		311 <sup>(3)</sup>		446 <sup>(4)</sup>	
Descuento de mercado	%	8,7%		1,7%		3,3%	
<b>Precio estimado de mercado (aplicando descuento de mercado de ENIA)</b>	<b>CLP</b>			<b>289</b>		<b>421</b>	
Razones de canje antes de ajuste tributario	# acciones ENIA			2,50		3,65	
Ajustes por compensación tributaria <sup>(5)</sup>	# acciones ENIA			0,05		0,03	
<b>Razones de canje estimadas</b>	<b># acciones ENIA</b>			<b>2,55</b>		<b>3,67</b>	
Razones de canje de la Operación Propuesta <sup>(1)</sup>	# acciones ENIA			2,80		4,00	
Premio implícito a pagar por todas las acciones de EOCA / CHIA	%			9,7%		8,9%	
Premio por acción sobre el precio estimado para cada acción de EOCA / CHIA <sup>(6)</sup>	CLP			29		38	
<b>Premio implícito por las acciones de minoritarios (ex propiedad de ENIA)<sup>(7)</sup></b>	<b>USD mm</b>			<b>144,5</b>		<b>0,6</b>	

**Premio implícito total: USD 145 millones  
1,67% de la capitalización bursátil<sup>(2)</sup> de ENIA**

(1) Con respecto a la razón de canje de acciones de ENIA por acciones de CHIA, la administración de ENIA ha informado que será sometido a consideración del Directorio de ENIA del próximo 5 de agosto de 2016, un ajuste a la razón de canje desde el actual 5,0 a 4,0, en consideración de la distribución de un dividendo extraordinario a los accionistas de CHIA por CLP 120.000 millones, el cual será sometido a consideración de los accionistas de CHIA en la Junta Extraordinaria de Accionistas que delibere acerca de la Fusión

(2) Al 20 de julio de 2016

(3) El precio de mercado actual de EOCA está distorsionado por la Operación Propuesta

(4) La acción de CHIA es poco líquida por lo que el precio puede que no refleje necesariamente su capitalización de mercado (monto transado durante el año 2016: CLP 24 millones; Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago)

(5) Compensaciones tributarias por un monto de USD 149 millones, acordadas por ENIA para retribuir a EOC Chile y Chilectra Chile los costos tributarios soportados como consecuencia del proceso de reorganización. Las partes han acordado que esta compensación quede incluida en las razones de canjes y que el monto sea repartido a prorrata según las participaciones de ENIA, EOCA y CHIA en ENIA post-Fusión

(6) Corresponde a la multiplicación entre (i) el precio estimado de EOCA/CHIA ajustado por compensación tributaria, y (ii) el premio implícito a pagar por acción a todos los accionistas de EOCA/CHIA, respectivamente, neto de los ajustes por compensación tributaria

(7) A tipo de cambio de CLPUSD 650,8

# Potenciales beneficios de flujo de caja y bursátiles para ENIA producto de la Operación Propuesta

1	Potenciales sinergias	<ul style="list-style-type: none"><li>En base al plan de eficiencias presentado por ENI en la primera etapa de la reorganización y a ciertos ahorros en gastos de operación por la absorción de EOCA y CHIA, se identifican ahorros a nivel <i>holding</i> por un monto en régimen (año 2019) de USD 8,5 millones (antes de impuestos)</li><li>El VPN de dichas eficiencias para ENIA se estima en USD 48 millones</li></ul>
2	Impactos tributarios	<ul style="list-style-type: none"><li>Los impactos tributarios incluyen (i) el ahorro que significaría para ENIA que las compensaciones tributarias se acuerden en las razones de canje en lugar de ser indemnizados a EOC Chile y Chilectra Chile directamente (de no realizarse la Fusión) (ii) los costos tributarios generados por el mayor valor de mercado de los activos en Perú y (iii) el <i>badwill</i> generado por la absorción de CHIA</li><li>El VPN de dichos impactos para ENIA se estima en un costo de USD 17 millones</li></ul>
3	Consideraciones de descuento de <i>holding</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>La Fusión generaría una disminución del descuento de <i>holding</i> de ENIA debido a la absorción de EOCA (filial con liquidez relevante), lo cual puede ya estar incorporado en el precio de mercado de ENIA</li><li>Se estima que el descuento de <i>holding</i> de ENIA post Fusión sea de 9%, el cual podría incrementarse en caso la Operación Propuesta no ocurra</li><li>Asumiendo que el potencial incremento en descuento de <i>holding</i>, de no producirse la Fusión, podría estar entre 0% a 10% del valor de EOCA, el impacto para ENIA se estima entre USD 0 y 218 millones</li></ul>
4	Consideraciones de liquidez	<ul style="list-style-type: none"><li>Sujeto a la concurrencia de los accionistas de EOCA a la OPA, la Operación Propuesta tendría un efecto positivo en la liquidez de ENIA, manteniéndose como una de las empresas más líquidas que cotizan en el mercado chileno. Sin embargo, la evidencia indica que el impacto en la liquidez bursátil de ENIA producto de que se materialice o no la Operación Propuesta no debiera modificar significativamente el valor de ENIA</li></ul>
5	Consideraciones sobre impacto en clasificación de riesgo	<ul style="list-style-type: none"><li>La Operación Propuesta podría tener un impacto positivo en el perfil de riesgo crediticio de ENIA principalmente por generar un acercamiento a las filiales operativas y sus flujos de caja, eliminar el riesgo de subordinación estructural con sus filiales EOCA y CHIA, e incrementar su escala</li><li>Dichos aspectos positivos, de ser percibidos por el mercado, podrían mejorar el costo de endeudamiento estructural de la Compañía, reduciendo su costo promedio de capital de largo plazo (WACC)</li><li>Bajo ciertos escenarios de sensibilidad, el valor presente de un potencial impacto para ENIA podría estar entre USD 0 y 76 millones</li><li>Cabe resaltar que si la OPA es por un monto relevante, ésta podría debilitar la posición de caja de ENIA, pudiendo afectar el perfil crediticio de ENIA, lo cual deberá ser considerado para evaluar el potencial beneficio estimado</li></ul>

# Resumen de potenciales beneficios para ENIA producto de la Operación Propuesta

Considerando los potenciales impactos de flujo de caja y bursátiles producto de la Operación Propuesta y el costo implícito para ENIA por las razones de canje, se estima que la Operación Propuesta podría generar un beneficio neto para ENIA de USD 33 millones

	Consideraciones de valor para ENIA de la Operación Propuesta	Valor presente (USD millones)
Impactos de flujo de caja para ENIA	Potenciales sinergias	48
	Impactos tributarios	-17
	<b>Impactos de flujo de caja</b>	<b>30</b>
Impactos bursátiles <sup>(1)</sup> para ENIA	Potencial ahorro por descuento de <i>holding (mid-point)</i>	109
	Potencial impacto por mayor liquidez bursátil	No significativo
	Potencial impacto por efecto en clasificación de riesgo ( <i>mid-point</i> )	38
	<b>Impactos bursátiles</b>	<b>147</b>
Impacto total neto para ENIA	<b>Impactos de flujo de caja y bursátiles</b>	<b>178</b>
	<b>Costo implícito para ENIA por las razones de canje de la Fusión</b>	<b>-145</b>
	<b>Beneficio neto para ENIA</b>	<b>33</b>
	<b>0,37% de la capitalización bursátil<sup>(2)</sup> de ENIA</b>	

(1) Estos impactos pueden ya estar incorporados en el precio de la acción de ENIA

(2) Capitalización bursátil de ENIA de USD 8.708 millones al 20 de julio de 2016

# Otros potenciales beneficios estratégicos y de gestión de la Operación Propuesta para ENIA

## 1 Alineamiento de intereses sobre filiales operativas

- Única sociedad *holding* de inversión en LatAm (ex Chile)
- Claridad para los accionistas sobre las políticas de inversión

## 2 Mayor eficiencia en el proceso de toma decisiones

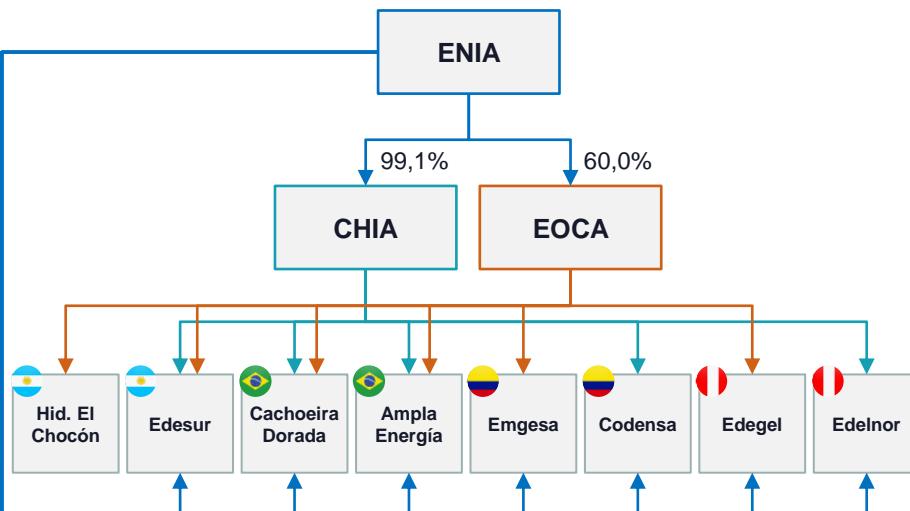
- Simplificación de capas de decisión entre accionistas
- Ahorro de tiempo y costes en la toma de decisiones (un solo Directorio)

## 3 Acceso directo a flujos de caja y reducción del interés minoritario

- Estructura societaria más simple y con mayor visibilidad de los activos

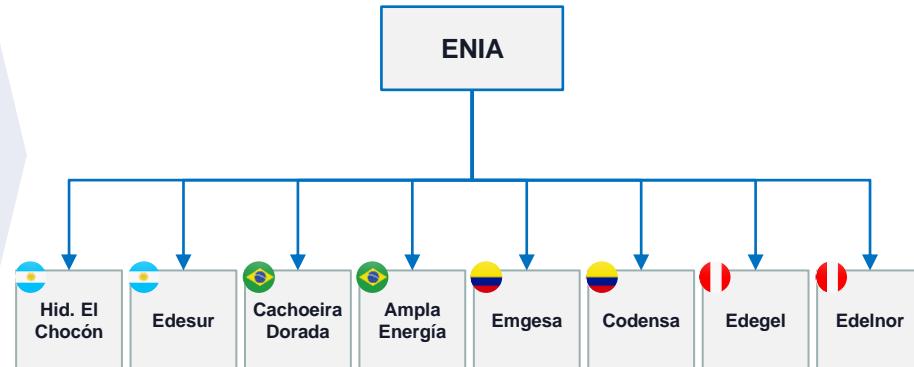
### Ordenamiento de la estructura societaria de ENIA

#### Estructura societaria actual<sup>(1)</sup>



#### Estructura societaria post Fusión<sup>(1)</sup>

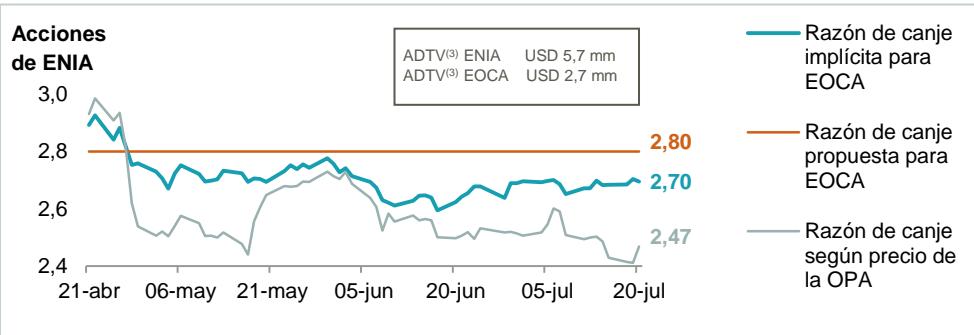
Con la nueva estructura societaria se eliminarán las participaciones cruzadas



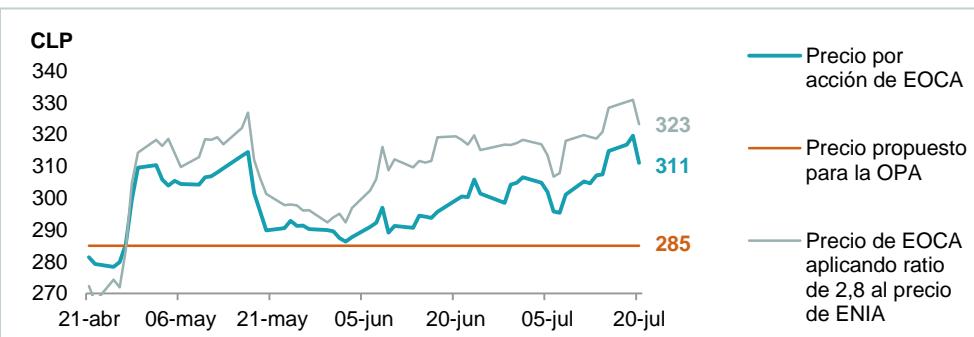
(1) En la estructura societaria mostrada sólo se consideran algunos de los activos / sociedades operativas de cada país

# De la evolución de los precios bursátiles se infiere que el mercado está validando la Operación Propuesta<sup>(1)</sup>

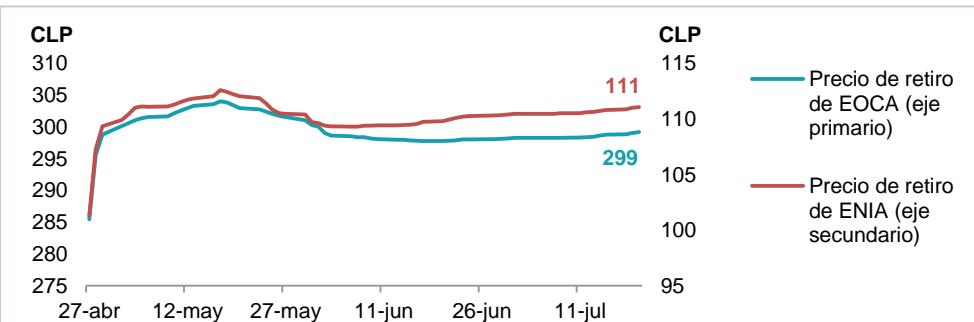
## Razón de canje implícita de acciones de ENIA por cada acción de EOCA



## Precio por acción de EOCA



## Precio de ENIA y EOCA para el ejercicio del derecho a retiro<sup>(2)</sup>



- Desde el 28 de abril de 2016, la razón de canje implícita de EOCA ha estado:
  - Bajo la razón de canje de la Fusión, y
  - Por encima de la razón de canje implícita al precio de la OPA
- Desde tal fecha, el precio por acción de EOCA ha transado sobre el precio por acción de la OPA y con niveles de liquidez razonables
- De esto se infiere que el mercado ve conveniente la razón de canje ofrecida por las acciones de EOCA y ve una probabilidad alta que la Operación Propuesta se apruebe
- A la fecha, los precios de retiro no indican que el ejercicio del derecho a retiro vaya a ser un factor negativo para la ejecución de la transacción
  - El precio de retiro de ENIA está por debajo de su precio de mercado (CLP 115 / acción)
  - El precio de retiro de EOCA está por debajo del precio de mercado y con un diferencial acotado con respecto al precio de la OPA (el cual tiene beneficios tributarios)
- Los precios de retiro deberán ser monitoreados hasta que se establezcan los definitivos para medir su impacto en la Operación Propuesta

(1) Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago. Datos al 20 de julio de 2016. No se considera a CHIA en el análisis dado su escaso nivel de liquidez bursátil (este año ha transado un monto acumulado de CLP 24 millones)

(2) El precio para ejercer el derecho a retiro para los accionistas minoritarios de ENIA y EOCA sería el equivalente al precio promedio ponderado entre 90 y 30 días hábiles previos a la junta extraordinaria de accionistas. El precio mostrado captura el período entre el 27 de abril de 2016 y el 20 de julio de 2016.

(3) Average Daily Trading Volume calculado desde el 21 de abril de 2016, fecha en que comienzan a transar las compañías resultantes de la División, hasta el 20 de julio de 2016

# Conclusiones

- Las razones de canje propuestas consideran un costo implícito para ENIA estimado en USD 145 millones, que equivale a un 1,67% de la capitalización bursátil de ENIA
  - Esto se deriva de razones de canje (en el punto medio de nuestras estimaciones) de 2,55 acciones de ENIA por cada acción de EOCA y de 3,67 acciones de ENIA por cada acción de CHIA, inferiores a las razones de canje propuestas para la Fusión
- Por otro lado, la Operación Propuesta tiene el potencial de generar beneficios para ENIA que estimamos en USD 178 millones (en el punto medio de nuestras estimaciones)
  - Estos potenciales beneficios incluyen (i) sinergias en gastos de operación, administración y servicios a nivel *holding*, (ii) impactos tributarios, (iii) potencial ahorro en descuentos de *holding*, y (iv) potenciales ahorros en el costo de endeudamiento estructural de ENIA
- En base a los puntos anteriores, estimamos que la Operación Propuesta tiene el potencial de generar beneficios netos para ENIA por USD 33 millones, lo que equivale a un 0,37% de la capitalización bursátil de ENIA
- Adicionalmente, desde un punto de vista estratégico y de gestión, la Operación Propuesta también genera beneficios potenciales dado que conlleva a la eliminación de participaciones cruzadas entre las empresas *holdings*, permitiendo (i) el alineamiento de intereses sobre las filiales operativas, (ii) mayor eficiencia en costos y tiempos para la toma de decisiones, y (iii) acceso directo a flujos de caja y una reducción del interés minoritario a nivel de ENIA
- Con respecto a las acciones de EOCA que se adquieran a través de la OPA, nuestra conclusión es que el precio ofrecido de CLP 285 por acción está levemente por debajo del precio de la acción de EOCA que debiera prevalecer en el mercado en ausencia de las distorsiones producto de la Operación Propuesta y que hemos estimado en CLP 289 por acción
- Finalmente, los precios por acción de ENIA y EOCA han estado fluctuando, con niveles de liquidez razonables, en rangos que indican que el mercado y los inversionistas están validando los términos de la Operación Propuesta
  - La razón de canje de acciones de ENIA por acciones de EOCA ha transado sobre la razón de canje implícita al precio de la OPA y por debajo de la razón de canje ofrecida
  - La acción de EOCA ha transado sobre el precio de la OPA
- En base a lo anterior, concluimos que la Operación Propuesta se ajusta a condiciones de mercado y contribuye al interés social de ENIA

## ANTECEDENTES Y DESCRIPCIÓN DE LA OPERACIÓN PROPUESTA

# 2

# Descripción de los términos económicos de la Operación Propuesta

- Los términos económicos de la Operación Propuesta, según las resoluciones adoptadas por la junta extraordinaria de accionistas de ENIA con fecha 18 de diciembre de 2015 y lo informado por la Compañía, son:

<b>Razones de canje</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2,8 acciones de ENIA por cada acción de EOCA</li> <li>4,0 acciones de ENIA por cada acción de CHIA<sup>(1)</sup></li> </ul>
<b>Derecho a retiro</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los accionistas de ENIA, EOCA y CHIA podrán ejercer su derecho a retiro en caso que las respectivas juntas extraordinarias de accionistas aprueben la Fusión y en la medida que dicho retiro no resulte en que algún accionista supere el 65% de propiedad de ENIA post Fusión</li> <li>El derecho a retiro no podrá exceder los siguientes límites: <ul style="list-style-type: none"> <li>10,00% de la propiedad de ENIA;</li> <li>10,00% de la propiedad de EOCA<sup>(2)</sup>; y</li> <li>0,91% de la propiedad de CHIA</li> </ul> </li> <li>El precio para ejercer el derecho a retiro para los accionistas minoritarios de ENIA y EOCA será equivalente al precio promedio ponderado entre los 90 y 30 días hábiles previos a las juntas extraordinarias de accionistas que aprueben la Fusión</li> <li>El precio para ejercer el derecho a retiro para los accionistas minoritarios de CHIA será equivalente al valor libro de la acción</li> </ul>
<b>Compensación a EOC Chile y Chilectra Chile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ENIA se compromete a compensar a EOC Chile y Chilectra Chile los costos tributarios soportados por EOC Chile y Chilectra Chile (netos de créditos tributarios) como consecuencia del proceso de reorganización, en caso que la Fusión no se materialice antes del 31 de diciembre de 2017</li> <li>Dichos costos tributarios (netos de créditos tributarios) ascienden a USD 149 millones (USD 132 millones soportados por EOC Chile y USD 17 millones soportados por Chilectra Chile)</li> </ul>
<b>OPA por EOCA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ENIA presentará una oferta pública de adquisición de acciones por la totalidad de las acciones y ADRs (<i>American Depository Receipts</i>) que no sean de propiedad de ENIA, es decir, por el 40,02% de las acciones de EOCA</li> <li>La OPA se realizará a un precio de CLP 285 por acción y estará condicionada a la aprobación de la Fusión y a que luego de vencido el plazo para ejercer el derecho a retiro, no se haya ejercido el derecho a retiro por sobre los límites definidos para ENIA, EOCA y CHIA</li> </ul>

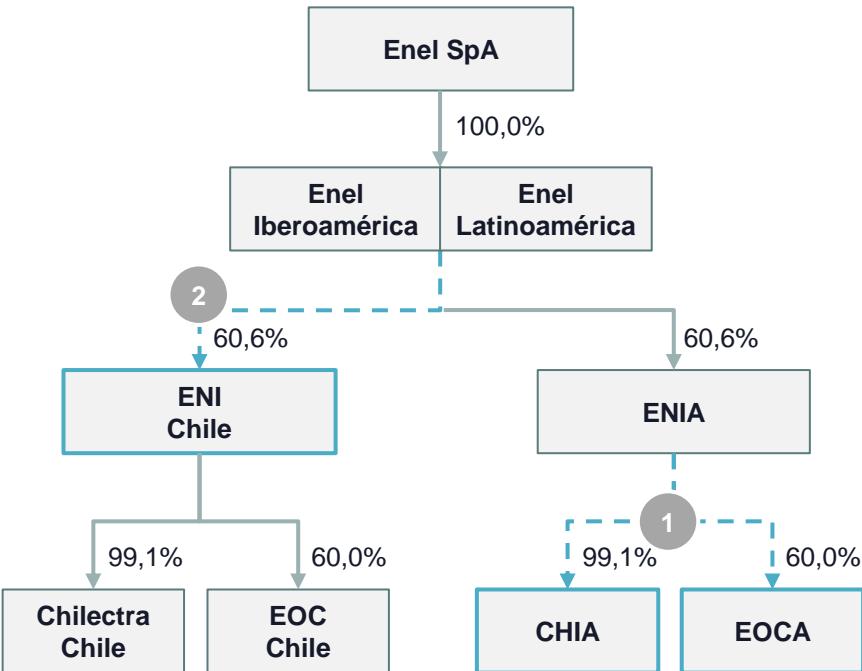
(1) Con respecto a la razón de canje de acciones de ENIA por acciones de CHIA, la administración de ENIA ha informado que será sometido a consideración del Directorio de ENIA del próximo 5 de agosto de 2016, un ajuste a la razón de canje desde el actual 5,0 a 4,0, en consideración de la distribución de un dividendo extraordinario a los accionistas de CHIA por CLP 120.000 millones, el cual será sometido a consideración de los accionistas de CHIA en la Junta Extraordinaria de Accionistas que delibere acerca de la Fusión

(2) Con respecto al derecho de retiro para los accionistas de EOCA, la administración de ENIA ha informado que será sometido a consideración de los Directorios de ENIA, EOCA y CHIA, del próximo 5 de agosto de 2016, modificar la condición suspensiva de la Fusión relativa al límite máximo del derecho a retiro en EOCA, incrementando el mismo desde el actual 7,72% al 10,00%, alineándolo de esta forma al mismo límite fijado para el derecho a retiro en ENIA

# Estructura de la Operación Propuesta

I

## División de ENI, EOC y Chilectra



1 División de los activos fuera de Chile de Chilectra y EOC en nuevas sociedades denominadas Chilectra Américas S.A. (CHIA) y Endesa Américas S.A. (EOCA), respectivamente

2 División de los activos chilenos de ENI en una nueva sociedad denominada Enersis Chile S.A. (“ENI Chile”)

  Nuevas sociedades originadas por la División

II

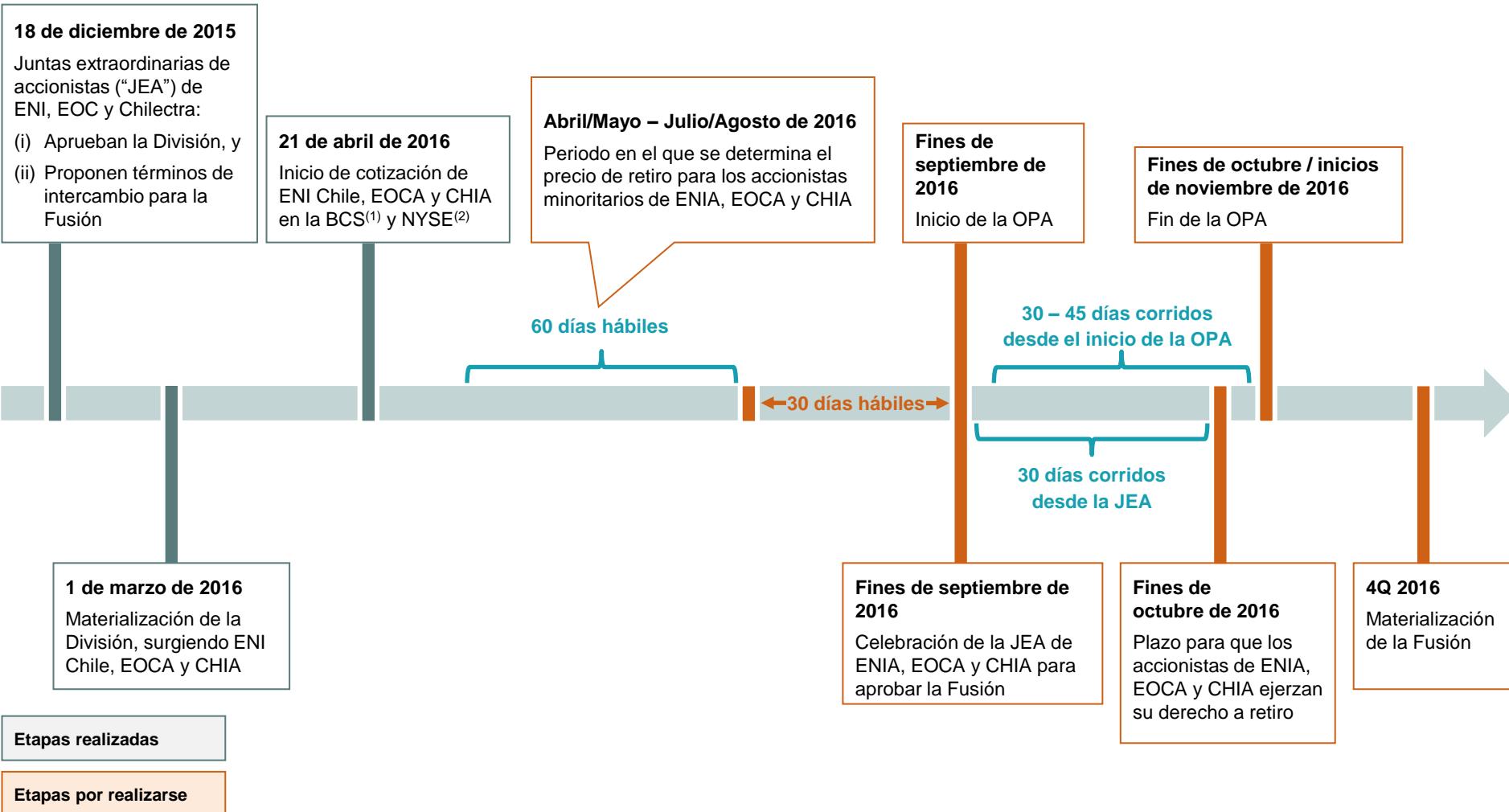
## Fusión de EOCA y CHIA en ENIA



- Fusión por absorción por parte de ENIA de las sociedades CHIA y EOCA
- Las relaciones de canje definitivas para la Fusión deben ser aprobadas en las respectivas juntas de accionistas de ENIA, EOCA y CHIA

**Segunda etapa de la reorganización societaria en desarrollo**

# Etapas de la Operación Propuesta

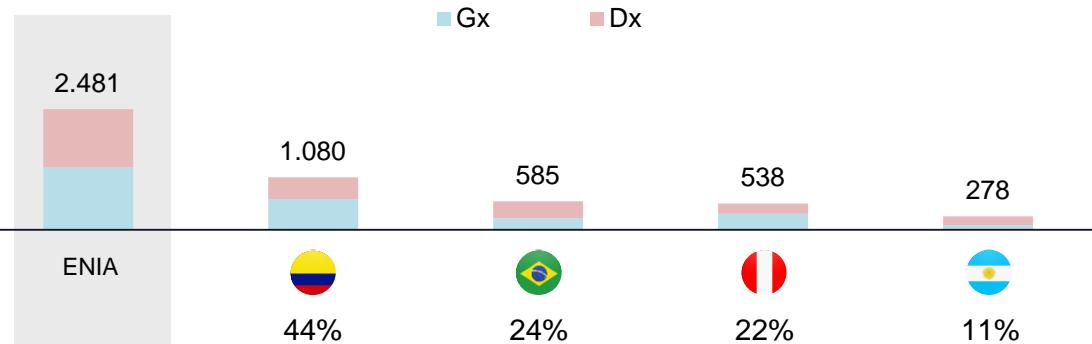


Fuente: la Compañía  
(1) Bolsa de Comercio de Santiago  
(2) New York Stock Exchange

# Cifras proforma de las sociedades resultantes de la Operación Propuesta

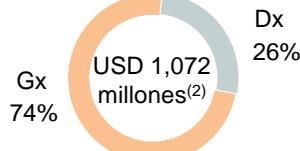
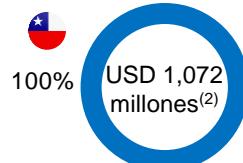
## ENIA proforma post Fusión

Descomposición EBITDA 2015<sup>(1)</sup> (USD millones)<sup>(2)</sup>



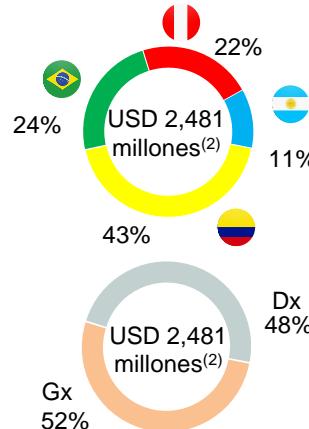
## ENI Chile proforma

Descomposición EBITDA 2015<sup>(1)</sup>

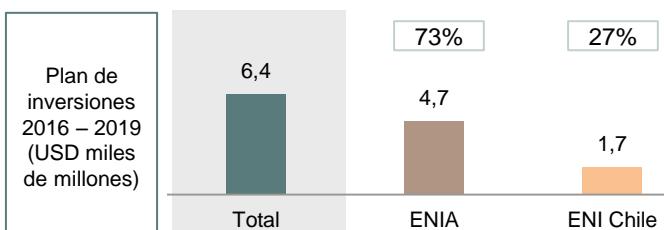
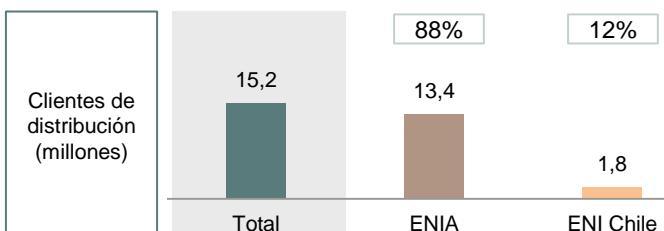
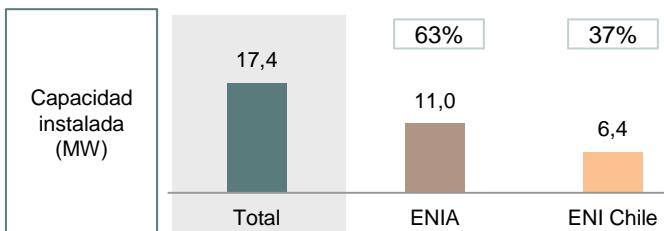
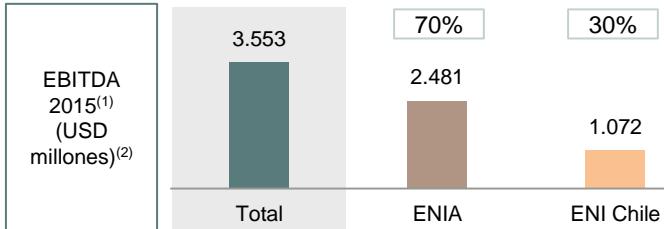


## ENIA proforma post Fusión

Descomposición EBITDA 2015<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 654,25 equivalente al promedio del año 2015

## **CONSIDERACIONES GENERALES UTILIZADAS EN EL INFORME**

# 3

# Información utilizada

1. La Compañía habilitó un *data room* virtual a través del cual se entregó:
  - Presentaciones realizadas al Directorio por parte de la administración de ENIA con respecto a la Operación Propuesta
  - Presentaciones realizadas por la administración de ENIA respecto de las operaciones que mantiene a través de sus filiales en los distintos mercados
  - Información financiera histórica para los períodos marzo de 2016 y junio de 2016 de cada una de las sociedades involucradas en la Operación Propuesta
  - Información financiera proyectada para el período 2016–2020 de cada una de las sociedades involucradas en la Fusión, las cuales:
    - Fueron actualizadas durante junio de 2016 de acuerdo a los planes de negocio de cada activo y a las condiciones de mercado en los respectivos países
    - Fueron enviadas a Credicorp Capital el jueves 9 de junio de 2016
    - Son las mismas entregadas a los distintos evaluadores independientes de ENIA, EOCA y CHIA en el marco de la Operación Propuesta
    - Fueron aprobadas por la administración de la Compañía y conocidas por el Directorio de ENIA
  - Información y estimaciones sobre los impactos de la Operación Propuesta
2. Reuniones con la administración y equipos técnicos de ENIA
  - Se sostuvieron reuniones de trabajo con la administración de la Compañía
  - Credicorp Capital realizó preguntas a ENIA, las cuales fueron contestadas a través del *data room* virtual, junto con otras preguntas realizadas por otros asesores de ENIA en el marco de la evaluación
3. Información pública disponible en el mercado: servicios de información financiera y de mercados, reportes de analistas, etc.

## Cabe destacar que:

- ENIA, EOCA y CHIA son compañías abiertas en la Bolsa de Comercio de Santiago y, adicionalmente, ENIA y EOCA 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 Credicorp Capital no contempló un *due diligence* de ENIA, EOCA, CHIA o de las sociedades involucradas en la Operación Propuesta. 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 Operación Propuesta. 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 Credicorp Capital

# Consideraciones generales utilizadas en el Informe

- De acuerdo a la información puesta a disposición por ENIA y a las opiniones contenidas en las respuestas proporcionadas por la Compañía a Credicorp Capital, hemos asumido sobre la Operación Propuesta lo siguiente:
  - Está permitida por la legislación chilena y el resto de países donde opera ENIA, EOCA y CHIA (Brasil, Colombia, Perú y Argentina) y no contraviene ninguna norma en ninguna jurisdicción aplicable a ENIA, EOCA y CHIA
  - No genera efectos regulatorios, medioambientales, ni de libre competencia adversos para ENIA, EOCA y/o CHIA, sus filiales y/o las sociedades continuadoras y/o que surjan con motivo de la Operación Propuesta
  - No afecta ni contraviene acuerdos con socios, proveedores, clientes, o cualquier otra contraparte de ENIA, EOCA y/o CHIA, sus filiales y/o las sociedades continuadoras y/o que surjan con motivo de la Operación Propuesta
  - No conlleva efectos contables o tributarios que pudieran impactar negativamente los resultados de ENIA, EOCA y/o CHIA, sus filiales y/o las sociedades continuadoras y/o que surjan con motivo de la Operación Propuesta, más allá de los considerados en el presente Informe en base a lo informado por la Compañía
  - No genera nuevas contingencias para ENIA, EOCA y/o CHIA, sus filiales y/o las sociedades continuadoras y/o que surjan con motivo de la Operación Propuesta
  - No afecta o contraviene acuerdos en contratos de crédito o acreedores de ENIA, EOCA, CHIA 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 ENIA, EOCA y/o CHIA, sus filiales y/o las sociedades continuadoras y/o que surjan con motivo de la Operación Propuesta, que no estén contemplados en el presente Informe en base a lo informado por la Compañía
  - De no ser llevada a cabo la Operación Propuesta, se mantendría la situación actual en ENIA, en términos de la consolidación, administración, y derechos políticos y económicos sobre las participaciones involucradas en la Operación Propuesta

## ANÁLISIS DE LOS TÉRMINOS ECÓNOMICOS DE LA OPERACIÓN PROPUESTA

- i. Metodologías utilizadas para la valorización de ENIA, EOCA y CHIA**

# 4

# 1 Valorización por FCD

## Metodología utilizada

### Metodología utilizada para valorización por FCD

(+) Ingresos

(-) Costos

(-) Gasto generales

(-) 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

(+) EBITDA

### Principales criterios para la valorización por FCD

#### Tipo de valorización

- Valorización de activos de manera individual y posterior suma de partes según participación de ENIA, EOCA y CHIA en cada activo

#### Moneda

- Proyecciones en moneda local convertidas a USD según proyección de tipo de cambio para cada año entregado por la Compañía

#### Horizonte proyectado

- Proyección a 5 años (año 2016 a 2020)

#### Fecha de valorización

- 30 de junio de 2016

#### Valor terminal

- Calculado de acuerdo a múltiplo EV/EBITDA terminal por activo, el cual fue determinado en base a múltiplos *forward* actuales y promedios históricos de compañías eléctricas en LatAm

#### Compañías valorizadas a término:

- Los activos de generación en Argentina y Fortaleza, Cachoeira y Cien, fueron valorizadas al término de sus operaciones

#### Tasa de descuento

- Tasa libre de riesgo: US Treasury a 20 años
- Riesgo país promedio de los últimos 30 días según *Credit Default Swap* (CDS) a 10 años para Brasil, Colombia y Perú, y *Emerging Markets Bonds Index* (EMBI) para Argentina
- Beta de activos por negocio, según muestra de compañías de Gx, Dx y Tx en LatAm
- Premio por riesgo de mercado de 6,0%
- Tasa de interés de la deuda según retornos de bonos de empresas seleccionadas por país

#### Tasa de impuestos corporativa

- Normativa vigente de cada país, según información entregada por la Compañía<sup>(2)</sup>

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

(2) A excepción de Coelce que se usó el régimen tarifario especificado por la Compañía

# 1 Valorización por FCD

## Supuestos generales

- Para la valorización por FCD se utilizaron proyecciones de cada activo / sociedad involucrada en la Operación Propuesta para el periodo 2016-2020
  - Las proyecciones fueron actualizadas por la Compañía durante junio de 2016
  - Se entregó un encuadre macroeconómico actualizado, el que incluía proyecciones de tipo de cambio, inflación, crecimiento del PIB, entre otros
  - Si bien se consideraron las contingencias macroeconómicas actuales de cada país en donde operan los activos involucrados en la Operación Propuesta, se asumió un escenario de estabilidad regulatoria y tributaria en base a la información disponible
  - Criterios de tasas de descuento o costo de capital promedio ponderado (en adelante "WACC") fueron calculados por Credicorp Capital, según condiciones actuales de mercado
- Para el cálculo de la deuda financiera neta y otros pasivos financieros a junio de 2016 de cada uno de los activos valorizados, se utilizó información proporcionada por la Compañía

### Múltiplo EBITDA terminal utilizado según negocio y país

- Para determinar el valor terminal de cada activo (con excepción de los activos valorizados a término), se aplicó un múltiplo EV/EBITDA al EBITDA terminal estimado para el año 2021
- El EBITDA terminal se determinó en base a las proyecciones entregadas por la Compañía y ajustes realizados por Credicorp Capital
- El múltiplo terminal utilizado fue determinado según el múltiplo EV/EBITDA esperado para el año 2017 de compañías de generación, distribución y transmisión eléctrica en LatAm y ajustes realizados por Credicorp Capital

País	Generación	Distribución	Transmisión
 Argentina	n.a.	3,7x	3,0x
 Brasil	n.a.	5,6x	n.a.
 Colombia	9,0x	7,7x	n.a.
 Perú	8,5x	7,7x	n.a.

### Flujo terminal de activos con término de concesión o vida útil

- Para ciertos activos que cuentan con fecha de término de sus concesiones o autorizaciones para operar o año de término de vida útil se descontaron los flujos hasta la fecha de término respectiva
- Las proyecciones desde el año 2021 en adelante fueron determinadas en base a supuestos entregados por la Compañía

País	Negocio	Activo	Año término concesión	Año término autorización para operar	Año término vida útil
	Gx	Chocón	2023	n.a.	n.a.
	Gx	Costanera	n.a.	n.a.	2022
	Gx	Docksud	n.a.	n.a.	2025
	Gx	Fortaleza	n.a.	2031	n.a.
	Gx	Cachoeira	2027	n.a.	n.a.
	Tx	Cien	2022	n.a.	n.a.

# 1 Valorización por FCD

Tasas de descuentos utilizadas por negocio y país

**Costo del patrimonio**

	Colombia	Brasil			Perú		Argentina			Américas			
	Gx	Dx	Gx	Tx	Dx	Gx	Dx	Gx	Tx	Dx	ENIA	EOCA	CHIA
Tasa libre de riesgo (UST a 20 años)	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Premio por riesgo país <sup>(1)</sup>	2,8%	2,8%	3,9%	3,9%	3,9%	2,1%	2,1%	4,9%	4,9%	4,9%	3,2%	3,2%	3,7%
<b>Tasa libre de riesgo</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,6%</b>
Tasa de impuestos <sup>(2)</sup>	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	26,0%	26,0%	35,0%	35,0%	35,0%	32,2%	31,8%	33,1%
Beta activos	0,53	0,52	0,51	0,46	0,53	0,53	0,52	0,88	0,88	0,88	0,56	0,57	0,60
Deuda / capitalización bursátil	24,1%	33,4%	24,1%	47,4%	33,4%	24,1%	33,4%	24,1%	47,4%	33,4%	29,8%	26,4%	33,0%
<b>Beta patrimonio</b>	<b>0,62</b>	<b>0,64</b>	<b>0,59</b>	<b>0,60</b>	<b>0,65</b>	<b>0,63</b>	<b>0,65</b>	<b>1,02</b>	<b>1,16</b>	<b>1,08</b>	<b>0,68</b>	<b>0,67</b>	<b>0,73</b>
Premio por riesgo	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>Costo del patrimonio</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,9%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,8%</b>	<b>13,3%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,1%</b>	<b>10,0%</b>

**Costo de deuda**

Tasa libre de riesgo (UST a 20 años)	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Spread de crédito	4,0%	4,0%	6,0%	6,0%	6,0%	3,2%	3,2%	9,0%	9,0%	9,0%	5,1%	5,0%	5,9%
<b>Costo de deuda (antes de impuesto)</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,8%</b>

<b>WACC (USD)</b>	7,5%	7,4%	8,5%	8,1%	8,6%	7,0%	6,9%	11,8%	11,6%	11,7%	8,2%	8,2%	8,8%
-------------------	------	------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------	------	------	------

Fuente: Bloomberg, JP Morgan, Capital IQ y Credicorp Capital. Datos al 20 de julio de 2016

Dx: distribución; Gx: generación; Tx: transmisión

Para ENIA, EOCA y CHIA se determinó una tasa de descuento de acuerdo a la proporción del EBITDA estimado para el año 2016 por país y negocio de sus respectivos activos / filiales

(1) Para Colombia, Brasil y Perú se utilizó el *Credit Default Swap* (CDS) promedio de los últimos 30 días. Para Argentina se utilizó el *Emerging Markets Bonds Index* (EMBI) promedio de los últimos 30 días

(2) Corresponde a la tasa de impuesto corporativa de largo plazo según información entregada por la Compañía

## 2 Valorización según Múltiplos

### Resumen de múltiplos utilizados

Con excepción de las compañías que se valorizaron según su capitalización bursátil (ver cuadro de abajo a la izquierda), el resto de compañías han sido valorizadas según los múltiplos de mercado que se muestran a continuación

#### Resumen de múltiplos utilizados por país y negocio

País / Negocio	EV/EBITDA		P/Utilidad	
	2016E	2017E	2016E	2017E
AR Gx	3,3x	2,5x	11,0x	7,0x
AR Dx	5,8x	4,3x	12,8x	6,2x
AR Tx	6,2x	4,5x	n.a.	n.a.
BR Gx	7,0x	6,5x	13,5x	12,5x
BR Dx	6,4x	5,6x	n.a.	n.a.
BR Tx	7,5x	7,8x	10,6x	10,2x
CO <sup>(1)</sup> Gx	8,9x	8,6x	14,7x	14,7x
CO <sup>(1)</sup> Dx	7,9x	7,7x	10,9x	10,7x
PE Gx	8,3x	8,5x	12,1x	12,9x

#### Compañías valorizadas según su capitalización bursátil

País / Negocio	Compañía	Participación <sup>(2)</sup>		
		ENIA	EOCA	CHIA
AR Gx	Endesa Costanera	45,4%	75,7%	0,0%
BR Dx	Coelce	64,9%	21,9%	6,6%
PE Gx	Edegel	58,6%	62,5%	0,0%
PE Dx	Edelnor	75,5%	0,0%	15,6%

Fuente: Capital IQ, EE.FF. de las compañías y Credicorp Capital. Datos al 20 de julio de 2016

Dx: distribución; Gx: generación; Tx: transmisión

(1) Dado que en Colombia no existen compañías de Gx y Dx abiertas en bolsa y suficientemente líquidas, se utilizó una muestra de empresas de Chile y Perú para Gx y Dx

(2) Considera la participación directa e indirecta

(3) El múltiplo P/Utilidad 2016 de E.CL no considera la utilidad extraordinaria reconocida por la venta del 50% de su filial Transmisora Eléctrica del Norte S.A.

País / Negocio	Compañía	EV/EBITDA		P/Utilidad	
		2016E	2017E	2016E	2017E
AR Gx	YPF	3,5x	2,8x	12,8x	7,9x
AR Gx	Petrobras	3,1x	2,2x	9,2x	6,1x
<b>Mediana</b>		<b>3,3x</b>	<b>2,5x</b>	<b>11,0x</b>	<b>7,0x</b>
AR Dx	Edenor	5,8x	4,3x	12,8x	6,2x
<b>Mediana</b>		<b>5,8x</b>	<b>4,3x</b>	<b>12,8x</b>	<b>6,2x</b>
AR Tx	Transener	6,2x	4,5x	7,9x	3,6x
<b>Mediana</b>		<b>6,2x</b>	<b>4,5x</b>	<b>7,9x</b>	<b>3,6x</b>
BR Gx	AES Tietê	7,0x	6,1x	12,2x	9,8x
BR Gx	CESP	6,7x	6,5x	n.a.	12,5x
BR Gx	Tractebel Energia	7,8x	6,8x	14,7x	12,9x
<b>Mediana</b>		<b>7,0x</b>	<b>6,5x</b>	<b>13,5x</b>	<b>12,5x</b>
BR Dx	Electropaulo	6,8x	4,5x	14,9x	8,3x
BR Dx	Equatorial Energia	11,4x	10,4x	16,3x	12,4x
BR Dx	Light	6,2x	5,1x	n.a.	8,2x
BR Dx	EDP	6,1x	6,1x	13,0x	13,1x
BR Dx	CEMIG	6,5x	6,6x	8,8x	9,1x
BR Dx	COPEL	5,7x	4,8x	7,5x	6,1x
<b>Mediana</b>		<b>6,4x</b>	<b>5,6x</b>	<b>13,0x</b>	<b>8,7x</b>
BR Tx	TAESA	7,6x	7,7x	8,3x	8,6x
BR Tx	Alupar	7,5x	8,0x	13,0x	11,8x
<b>Mediana</b>		<b>7,5x</b>	<b>7,8x</b>	<b>10,6x</b>	<b>10,2x</b>
CH Gx	EOC Chile	9,3x	8,6x	13,6x	12,7x
CH Gx	AES Gener	10,8x	10,3x	18,3x	18,6x
CH Gx	Colbún	8,4x	8,6x	13,6x	14,5x
CH Gx	E.CL <sup>(3)</sup>	6,6x	8,3x	22,8x	25,8x
PE Gx	Edegel	9,8x	9,3x	15,7x	14,9x
PE Gx	Engie Energía	6,9x	7,6x	8,6x	11,0x
<b>Mediana</b>		<b>8,9x</b>	<b>8,6x</b>	<b>14,7x</b>	<b>14,7x</b>
PE Dx	Luz del Sur	9,1x	8,7x	12,3x	11,8x
PE Dx	Edelnor	6,7x	6,6x	9,5x	9,7x
<b>Mediana</b>		<b>7,9x</b>	<b>7,7x</b>	<b>10,9x</b>	<b>10,7x</b>
PE Gx	Edegel	9,8x	9,3x	15,7x	14,9x
PE Gx	Engie Energía	6,9x	7,6x	8,6x	11,0x
<b>Mediana</b>		<b>8,3x</b>	<b>8,5x</b>	<b>12,1x</b>	<b>12,9x</b>

## **ANÁLISIS DE LOS TÉRMINOS ECÓNOMICOS DE LA OPERACIÓN PROPUESTA**

### **ii. Valorización de ENIA, EOCA y CHIA**

# **4**

# 1 Valorización por FCD

## Resultados de la valorización por activo / sociedad

País	Tipo de activo	Activo	Valor de activos (EV)	Deuda financiera neta <sup>(1)</sup>	Valor patrimonio	Valor patrimonio proporcional				
			USD millones	USD millones	USD millones	ENIA pre-fusión	EOCA	CHIA	ENIA individual	ENIA post-fusión
Argentina	Gx	Hidroeléctrica El Chocón	303	65	238	93	156	0	0	156
	Gx	Endesa Costanera	112	65	47	21	36	0	0	36
	Gx	Central Dock Sud	210	27	184	74	0	0	74	74
	Dx	Edesur	536	181	356	255	2	121	134	256
	Tx	Cía. Transmisión del Mercosur	-2	25	-27	-23	-10	-3	-14	-27
	Tx	Transportadora de Energía del Mercosur	-1	26	-27	-23	-10	-3	-14	-27
	Otros	Endesa Cemsa	23	-1	24	20	11	0	13	24
	H	Southern Cone	0	0	0	0	0	0	0	0
	H	Distrilec	0	0	0	0	0	0	0	0
	H	Endesa Argentina	-2	-3	1	1	1	0	0	1
Brasil	H	Hidroinvest	0	0	0	0	0	0	0	0
	Gx	Cachoeira Dorada	392	-35	427	359	158	48	217	423
	Gx	Fortaleza	293	1	292	247	108	33	149	290
	Dx	Coelce	1.344	322	1.023	663	224	68	462	753
	Dx	Ampla Energía	1.485	1.032	453	417	79	166	205	450
	Tx	Cien	292	15	277	233	103	31	141	275
	Otros	EN-Brasil Comercio y Servicios	190	2	188	158	70	21	96	186
	H	Enel Brasil	-498	-487	-11	-9	-4	-1	-6	-11
Colombia	Gx	Emgesa	6.324	1.690	4.634	1.748	1.245	0	1.001	2.246
	Dx	Codensa	3.397	631	2.765	1.322	0	255	1.069	1.324
	Otros	Emgesa Panamá	0	0	0	0	0	0	0	0
	Otros	Soc. Portuaria Central Cartagena	1	0	1	0	0	0	0	0
Perú	Gx	Chinango	385	31	354	166	177	0	60	237
	Gx	Edegel	2.592	156	2.436	1.428	1.522	0	515	2.036
	Gx	Piura	383	43	340	328	0	0	328	328
	Dx	Edelnor	1.864	409	1.456	1.100	0	227	875	1.102
	H	Caboblanco	-4	-8	4	4	0	0	4	4
	H	Distrilima	-5	-29	24	24	0	7	17	24
	H	Generandes	3	-1	4	3	2	0	1	4
	H	Generalima	-37	41	-78	-78	0	0	-78	-78
Américas	H	ENIA	-227	-1.343	1.116	1.116	0	0	1.116	1.116
	H	EOCA	-25	-62	37	22	37	0	0	37
	H	CHIA <sup>(2)</sup>	-24	136	-160	-158	0	-160	0	-160

Gx: generación; Dx: distribución; Tx: transmisión; H: sociedad holding

(1) Deuda financiera neta + otros pasivos financieros a junio de 2016, según información entregada por la Compañía

(2) Se ha considerado la distribución de un dividendo a los accionistas de CHIA por un monto de CLP 120.000 millones, el que, de acuerdo con lo informado por la administración de CHIA, será sometida a consideración de los accionistas de CHIA en la Junta Extraordinaria de Accionistas que delibere acerca de la Fusión

# 1 Valorización por FCD

Rango de valorización de ENIA, EOCA y CHIA

Valor patrimonio según FCD	Valorización base
USD millones	
ENIA	9.510
EOCA	3.905
CHIA <sup>(1)</sup>	810



Rango del valor patrimonio	
Inferior	Superior
USD millones	USD millones
9.017	- 10.012
3.712	- 4.103
736	- 886

Sensibilización del valor patrimonio de ENIA (USD millones)			Sensibilización del valor patrimonio de EOCA (USD millones)			Sensibilización del valor patrimonio de CHIA (USD millones)						
Variación tasa de descuento (WACC)			Variación tasa de descuento (WACC)			Variación tasa de descuento (WACC)						
	0,3%	0,0%	-0,3%		0,3%	0,0%	-0,3%		0,3%	0,0%	-0,3%	
Variación múltiplo EBITDA terminal	-5,0%	9.017	8.896	9.008	-5,0%	3.712	3.655	3.700	-5,0%	736	721	736
	0,0%	9.178	9.510	9.611	0,0%	3.761	3.905	3.949	0,0%	765	810	825
	5,0%	9.768	9.889	10.012	5,0%	4.004	4.053	4.103	5,0%	852	869	886

(1) Se ha considerado la distribución de un dividendo a los accionistas de CHIA por un monto de CLP 120.000 millones, el que, de acuerdo con lo informado por la administración de CHIA, será sometida a consideración de los accionistas de CHIA en la Junta Extraordinaria de Accionistas que delibere acerca de la Fusión

## 2 Valorización según Múltiplos

### Resultados de la valorización por activo / sociedad

País	Tipo de activo	Activo	Valor de activos (EV)	Deuda financiera neta <sup>(1)</sup>	Valor patrimonio	Valor patrimonio proporcional				
						ENIA pre-fusión	EOCA	CHIA	ENIA individual	ENIA post-fusión
			USD millones	USD millones	USD millones	USD millones	USD millones	USD millones	USD millones	USD millones
Argentina	Gx	Hidroeléctrica El Chocón	296	65	231	91	151	0	0	151
	Gx	Endesa Costanera	275	65	211	96	159	0	0	159
	Gx	Central Dock Sud	166	27	139	56	0	0	56	56
	Dx	Edesur	688	181	508	364	3	173	191	366
	Tx	Cía. Transmisión del Mercosur	6	25	-19	-16	-7	-2	-9	-18
	Tx	Transportadora de Energía del Mercosur	7	26	-18	-16	-7	-2	-9	-18
	Otros	Endesa Cemsa	1	-1	2	2	1	0	1	2
	H	Southern Cone	0	0	0	0	0	0	0	0
	H	Distrilec	0	0	0	0	0	0	0	0
	H	Endesa Argentina	-2	-3	1	1	1	0	0	1
	H	Hidroinvest	0	0	0	0	0	0	0	0
Brasil	Gx	Cachoeira Dorada	842	-35	877	738	325	99	446	869
	Gx	Fortaleza	613	1	612	517	227	69	312	608
	Dx	Coelce	1.456	322	1.134	736	248	75	512	836
	Dx	Ampla Energía	1.343	1.032	310	286	54	114	140	308
	Tx	Cien	469	15	454	383	169	51	231	451
	Otros	EN-Brasil Comercio y Servicios	3	2	0	0	0	0	0	0
	H	Enel Brasil	-498	-487	-11	-9	-4	-1	-6	-11
	Gx	Emgesa	5.799	1.690	4.108	1.550	1.104	0	887	1.992
Colombia	Dx	Codensa	3.094	631	2.463	1.177	0	227	952	1.179
	Otros	Emgesa Panamá	0	0	0	0	0	0	0	0
	Otros	Soc. Portuaria Central Cartagena	0	0	0	0	0	0	0	0
	Gx	Chinango	389	31	359	168	179	0	61	240
Perú	Gx	Edegel	2.445	156	2.289	1.341	1.430	0	484	1.913
	Gx	Piura	404	43	361	348	0	0	348	348
	Dx	Edelnor	1.507	409	1.098	830	0	171	660	831
	H	Caboblanco	-4	-8	4	4	0	0	4	4
	H	Distrilima	-5	-29	24	24	0	7	17	24
	H	Generandes	3	-1	4	3	2	0	1	4
	H	Generalima	-37	41	-78	-78	0	0	-78	-78
	H	ENIA	-227	-1.343	1.116	1.116	0	0	1.116	1.116
Américas	H	EOCA	-25	-62	37	22	37	0	0	37
	H	CHIA <sup>(2)</sup>	-24	136	-160	-158	0	-160	0	-160

Gx: generación; Dx: distribución; Tx: transmisión; H: sociedad holding

(1) Deuda financiera neta + otros pasivos financieros a junio de 2016, según información entregada por la Compañía

(2) Se ha considerado la distribución de un dividendo a los accionistas de CHIA por un monto de CLP 120.000 millones, el que, de acuerdo con lo informado por la administración de CHIA, será sometida a consideración de los accionistas de CHIA en la Junta Extraordinaria de Accionistas que delibere acerca de la Fusión

## 2 Valorización según Múltiplos

Rango de valorización de ENIA, EOCA y CHIA

Valor patrimonio según Múltiplos	Valorización base
USD millones	
ENIA	9.574
EOCA	4.073
CHIA <sup>(1)</sup>	821

Rango del valor patrimonio	
Inferior	Superior
USD millones	USD millones
9.213	– 9.934
3.940	– 4.205
763	– 880

Sensibilización del valor patrimonio de ENIA (USD millones)			
Variación múltiplo EV/EBITDA	Variación múltiplo P/Utilidad		
	-5,0%	0,0%	5,0%
	9.213	9.338	9.463
-5,0%	9.448	9.574	9.699
0,0%	9.684	9.809	9.934

Sensibilización del valor patrimonio de EOCA (USD millones)			
Variación múltiplo EV/EBITDA	Variación múltiplo P/Utilidad		
	-5,0%	0,0%	5,0%
	3.940	3.996	4.052
-5,0%	4.017	4.073	4.128
0,0%	4.093	4.149	4.205
5,0%			

Sensibilización del valor patrimonio de CHIA (USD millones)			
Variación múltiplo EV/EBITDA	Variación múltiplo P/Utilidad		
	-5,0%	0,0%	5,0%
	763	775	788
-5,0%	809	821	834
0,0%	855	867	880
5,0%			

(1) Se ha considerado la distribución de un dividendo a los accionistas de CHIA por un monto de CLP 120.000 millones, el que, de acuerdo con lo informado por la administración de CHIA, será sometida a consideración de los accionistas de CHIA en la Junta Extraordinaria de Accionistas que delibere acerca de la Fusión

# Resumen de valorización de ENIA, EOCA y CHIA por suma de partes

**La valorización de ENIA, EOCA y CHIA por suma de partes (previo a descuentos de mercado) da un precio por acción en base al promedio de metodologías de CLP 126, CLP 317 y CLP 461 por acción, respectivamente**

Compañía		ENIA		EOCA		CHIA <sup>(1)</sup>	
Metodología de valorización	USD mm	FCD	Múltiplos	FCD	Múltiplos	FCD	Múltiplos
<b>Valorización por suma de partes</b>	<b>USD mm</b>	<b>9.510</b>	<b>9.574</b>	<b>3.905</b>	<b>4.073</b>	<b>810</b>	<b>821</b>
Número de acciones	# mm	49.093		8.202		1.151	
Precio por acción por valorización por suma de partes <sup>(2)</sup>	CLP	126	127	310	323	458	464
<b>Precio por acción promedio de metodologías</b>	<b>CLP</b>	<b>126</b>		<b>317</b>		<b>461</b>	
Precio bursátil de la acción actual <sup>(3)</sup>	CLP	115		311		446	
Descuento de mercado	%	8,7%		1,7%		3,3%	

- El precio de mercado actual está distorsionado por la Operación Propuesta
- La acción de CHIA es poco líquida por lo que el precio puede que no refleje necesariamente su capitalización de mercado
- Monto transado durante el año 2016<sup>(4)</sup>: CLP 24 millones

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

(1) Se ha considerado la distribución de un dividendo a los accionistas de CHIA por un monto de CLP 120.000 millones, el que, de acuerdo con lo informado por la administración de CHIA, será sometida a consideración de los accionistas de CHIA en la Junta Extraordinaria de Accionistas que delibere acerca de la Fusión

(2) Tipo de cambio de CLPUSD 650,8

(3) Al 20 de julio de 2016

(4) Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

## **ANÁLISIS DE LOS TÉRMINOS ECÓNOMICOS DE LA OPERACIÓN PROPUESTA**

### **iii. Estimación de las razones de canje de la Operación Propuesta**

# 4

# Estimación de las razones de canje para la Fusión

Las razones de canje según el promedio de las metodologías de valorización es de  
(i) 2,55 acciones de ENIA por cada acción de EOCA y (ii) 3,67 acciones de ENIA por cada acción de CHIA

Razones de canje según valorizaciones por FCD

Razones de canje según valorizaciones por Múltiplos

Estimaciones de razones de canje

	Razones de canje de acciones de ENIA por cada acción de EOCA	Razones de canje de acciones de ENIA por cada acción de CHIA <sup>(2)</sup>
Razón de canje base	2,46	3,64
Ajuste por compensación tributaria <sup>(1)</sup>	0,05	0,03
Razón de canje post compensación tributaria	2,51	3,66
Razón de canje base	2,55	3,66
Ajuste por compensación tributaria <sup>(1)</sup>	0,05	0,03
Razón de canje post compensación tributaria	2,60	3,69
<b>Razón de canje promedio según ambas metodologías</b>	<b>2,55</b>	<b>3,67</b>
<b>Razones de canje propuestas<sup>(2)</sup></b>	<b>2,80</b>	<b>4,00</b>
<b>Descuentos sobre las razones de canje propuestas</b>	<b>9,7%</b>	<b>8,9%</b>

(1) Compensaciones tributarias por un monto de USD 149 millones, acordadas por ENIA para retribuir a EOC Chile y Chilectra Chile los costos tributarios soportados como consecuencia del proceso de reorganización. Las partes han acordado que esta compensación quede incluida en las razones de canjes y que el monto sea repartido a prorrata según las participaciones de ENIA, EOCA y CHIA en ENIA post-Fusión

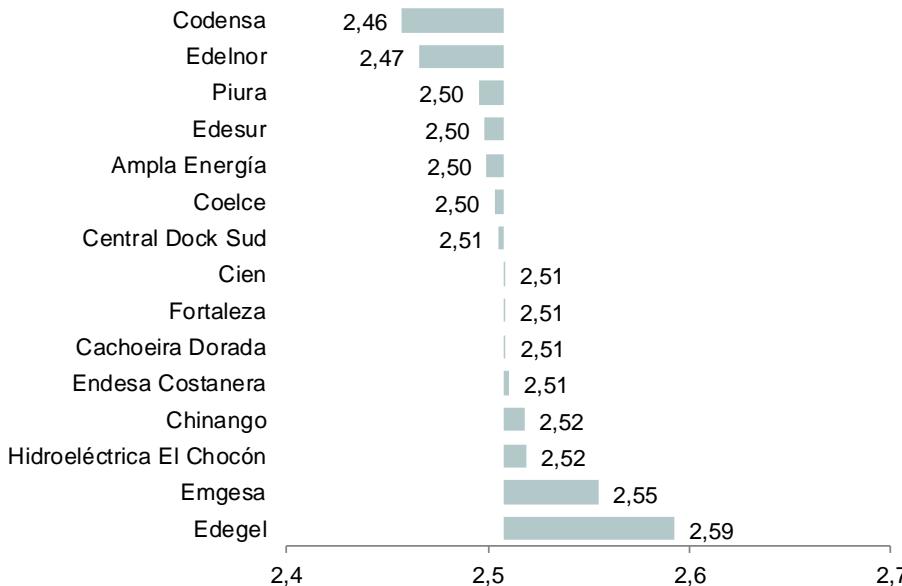
(2) Con respecto a la razón de canje de acciones de ENIA por acciones de CHIA, la administración de ENIA ha informado que será sometido a consideración del Directorio de ENIA del próximo 5 de agosto de 2016, un ajuste a la razón de canje desde el actual 5,0 a 4,0, en consideración de la distribución de un dividendo extraordinario a los accionistas de CHIA por CLP 120.000 millones, el cual será sometido a consideración de los accionistas de CHIA en la Junta Extraordinaria de Accionistas que delibere acerca de la Fusión

# Sensibilización de las razones de canje de acciones de EOCA ante distintos escenarios de valorización

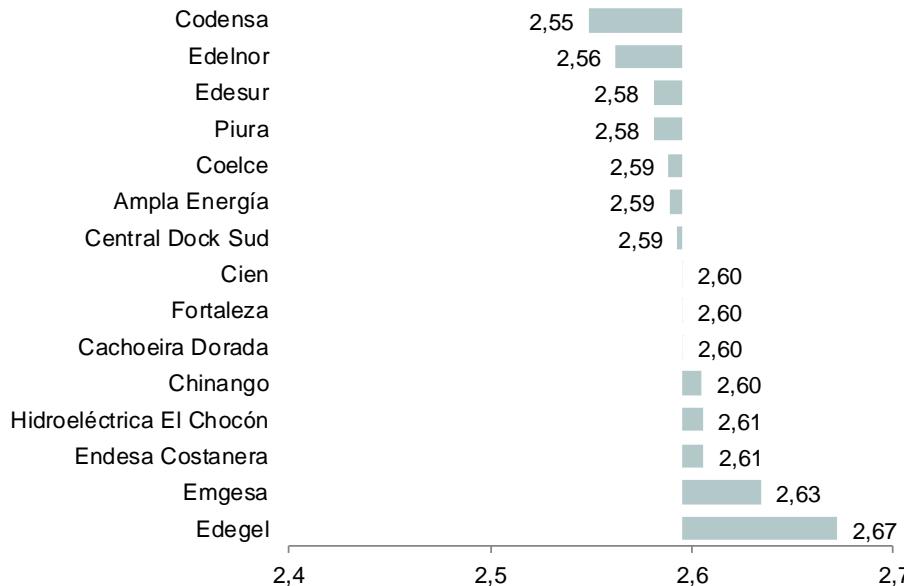
Según el ejercicio de sensibilización realizado, la razón de canje de acciones de ENIA por cada acción de EOCA resulta en un rango de entre 2,46 y 2,67, considerando ambas metodologías de valorización

- A continuación se presenta un análisis de sensibilización de las razones de canje para las dos metodologías de valorización
- Para esto, se realizó un análisis del impacto en la razón de canje de un aumento de un 15% en el valor del patrimonio de cada uno de los activos manteniendo el resto de los activos en su valorización base
- Los resultados de los activos más relevantes son los siguientes:

**Sensibilización de razones de canje según FCD**



**Sensibilización de razones de canje según Múltiplos**

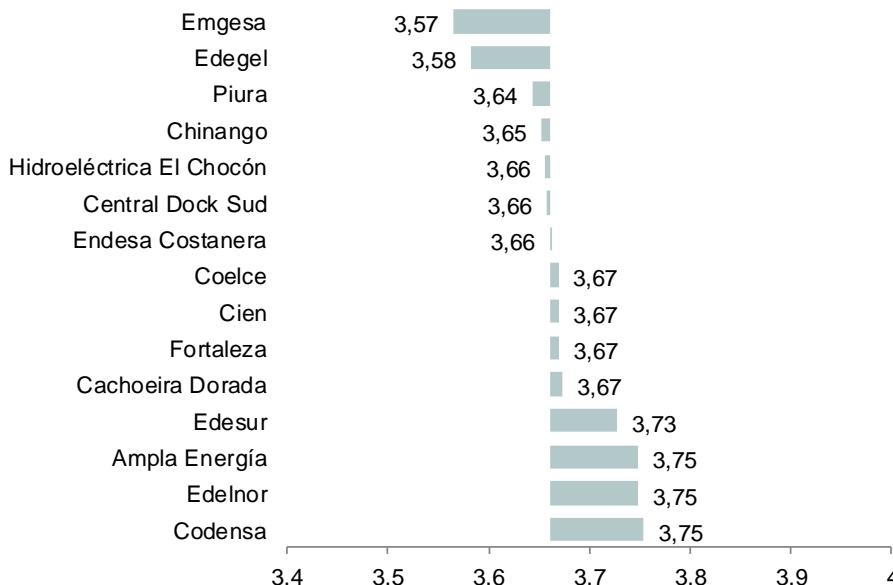


# Sensibilización de las razones de canje de acciones de CHIA ante distintos escenarios de valorización

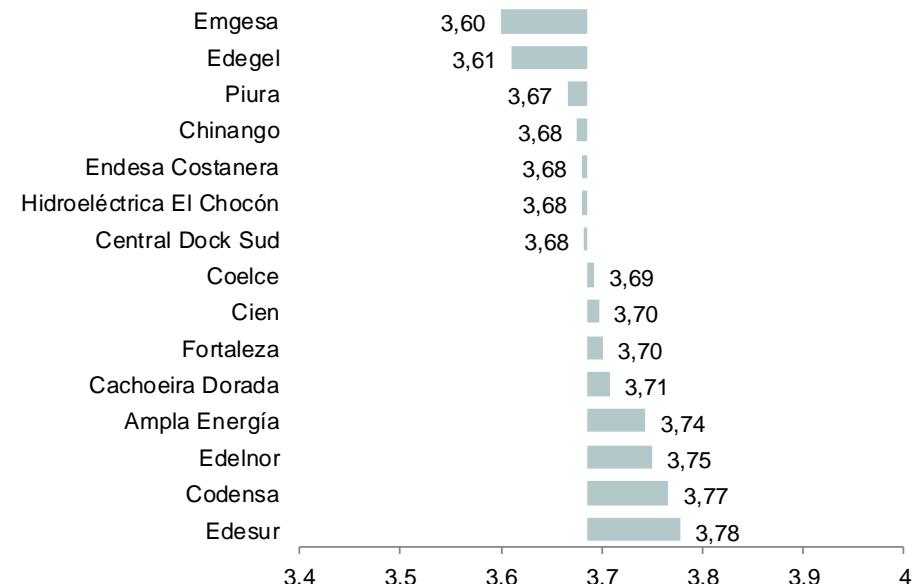
Según el ejercicio de sensibilización realizado, la razón de canje de acciones de ENIA por cada acción de CHIA resulta en un rango de entre 3,57 y 3,78, considerando ambas metodologías de valorización

- A continuación se presenta un análisis de sensibilización de las razones de canje para las dos metodologías de valorización
- Para esto, se realizó un análisis del impacto en la razón de canje de un aumento de un 15% en el valor del patrimonio de cada uno de los activos manteniendo el resto de los activos en su valorización base
- Los resultados de los activos más relevantes son los siguientes:

**Sensibilización de razones de canje según FCD**



**Sensibilización de razones de canje según Múltiplos**



## **ANÁLISIS DE LOS TÉRMINOS ECÓNOMICOS DE LA OPERACIÓN PROPUESTA**

### **iv. Análisis de los términos económicos de la Operación Propuesta**

# 4

# Impacto para ENIA de los términos económicos con respecto a EOCA

Asumiendo que todos los accionistas minoritarios de EOCA acuden a la Fusión, se estima que la Fusión tendría un costo implícito para ENIA de USD 145 millones (1,66% de la capitalización bursátil de ENIA<sup>(1)</sup>). El precio de la OPA está levemente por debajo del precio por acción de EOCA estimado

Metodología de valorización		EOCA	
		FCD	Múltiplos
Valor de patrimonio estimado por suma de partes	USD mm	3.905	4.073
Precio por acción por valorización por suma de partes <sup>(1)</sup>	CLP	310	323
<b>Precio por acción por valorización por suma de partes (promedio de metodologías)</b>	<b>CLP</b>	<b>317</b>	
Descuento de mercado de ENIA	%	8,7%	
<b>Precio estimado de mercado (asume descuento de mercado de ENIA)</b>	<b>CLP</b>	<b>289</b>	
Precio de la OPA	CLP	285	
Premio / (descuento) respecto al precio por acción estimado de EOCA	%	-1,3%	
Precio de EOCA aplicando razón de canje (neta de compensación tributaria) a precio de acción de ENIA <sup>(2)</sup>	CLP	318	
Premio / (descuento) respecto del precio estimado de EOCA	%	9,7%	
Premio por acción sobre el precio estimado para cada acción de EOCA	CLP	29	
Número de acciones de minoritarios de EOCA	# mm	3.282	
<b>Premio implícito por el total de acciones de minoritarios de EOCA<sup>(1)</sup></b>	<b>USD mm</b>	<b>145</b>	

- El precio por acción de EOCA se estima en CLP 289
- El precio de la OPA (CLP 285 por acción) se estima levemente por debajo del precio por acción estimado



- Premio implícito de USD 145 millones (CLP 29 por cada acción de accionistas minoritarios de EOCA)
- 1,66% de capitalización bursátil de ENIA<sup>(1)</sup>

(1) Tipo de cambio de CLPUSD 650,8. Capitalización bursátil de ENIA de USD 8.708 millones al 20 de julio de 2016

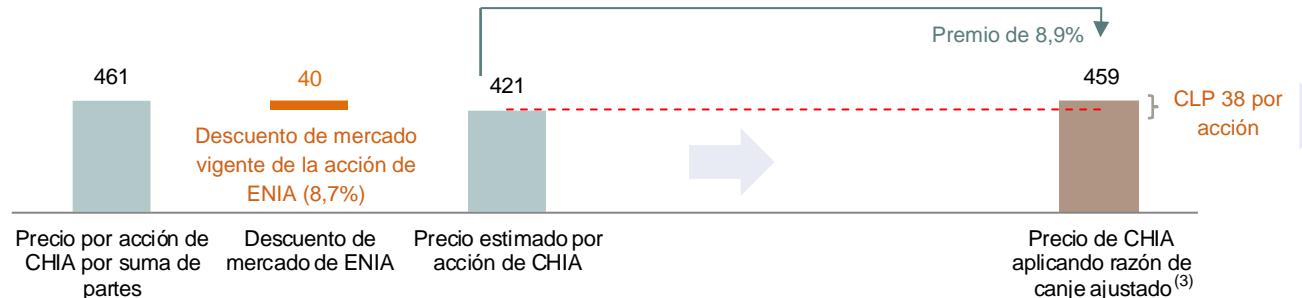
(2) Precio de la acción de ENIA (CLP 115,5 al 20 de julio de 2017). La razón de canje de 2,8 está ajustada neta de compensaciones tributarias acordadas por ENIA para retribuir a EOC Chile y Chilectra Chile los costos tributarios soportados como consecuencia del proceso de reorganización

# Impacto para ENIA de los términos económicos con respecto a CHIA<sup>(1)</sup>

**Asumiendo que todos los accionistas minoritarios de CHIA acuden a la Fusión, se estima que la Fusión tendría un costo implícito para ENIA de USD 0,6 millones (0,01% de la capitalización bursátil de ENIA<sup>(2)</sup>)**

Metodología de valorización		CHIA	
		FCD	Múltiplos
Valor de patrimonio estimado por suma de partes	USD mm	810	821
Precio por acción por valorización por suma de partes <sup>(2)</sup>	CLP	458	464
<b>Precio por acción por valorización por suma de partes (promedio de metodologías)</b>	<b>CLP</b>	<b>461</b>	
Descuento de mercado de ENIA	%	8,7%	
<b>Precio estimado de mercado (asume descuento de mercado de ENIA)</b>	<b>CLP</b>	<b>421</b>	
Precio de CHIA aplicando razón de canje (neta de compensación tributaria) a precio de acción de ENIA <sup>(3)</sup>	CLP	459	
Premio / (descuento) respecto del precio por acción estimado de CHIA	%	8,9%	
Premio por acción sobre el precio estimado para cada acción de CHIA	CLP	38	
Número de acciones de minoritarios de CHIA	# mm	10	
<b>Premio implícito por el total de acciones de minoritarios de CHIA<sup>(2)</sup></b>	<b>USD mm</b>	<b>0,6</b>	

- El precio por acción de CHIA se estima en CLP 421



- Premio implícito de USD 0,6 millones (CLP 38 por cada acción de accionistas minoritarios de CHIA)
- 0,01% de capitalización bursátil de ENIA<sup>(2)</sup>

(1) Con respecto a la razón de canje de acciones de ENIA por acciones de CHIA, la administración de ENIA ha informado que será sometido a consideración del Directorio de ENIA del próximo 5 de agosto de 2016, un ajuste a la razón de canje desde el actual 5,0 a 4,0, en consideración de la distribución de un dividendo extraordinario a los accionistas de CHIA por CLP 120.000 millones, el cual será sometido a consideración de los accionistas de CHIA en la Junta Extraordinaria de Accionistas que delibere acerca de la Fusión

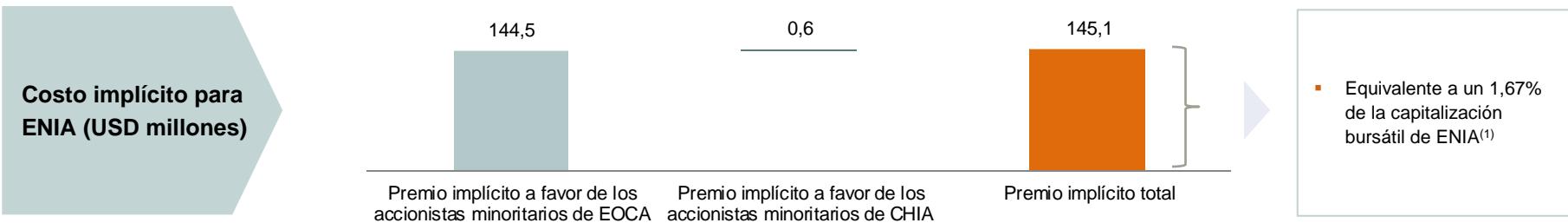
(2) Tipo de cambio de CLPUSD 650,8. Capitalización bursátil de ENIA de USD 8.708 millones al 20 de julio de 2016

(3) Precio de la acción de ENIA (CLP 115,5 al 20 de julio de 2017). La razón de canje de 4,0 está ajustada neta de compensaciones tributarias acordadas por ENIA para retribuir a EOC Chile y Chilectra Chile los costos tributarios soportados como consecuencia del proceso de reorganización

# Impacto para ENIA de los términos económicos de la Operación Propuesta

**Asumiendo que el total de los accionistas minoritarios de EOCA y CHIA acuerdan canjear sus acciones en la Fusión, esto representaría un costo para los accionistas de ENIA de USD 145 millones (1,67% de la capitalización bursátil de ENIA<sup>(1)</sup>)**

	EOCA	CHIA
Costo por las acciones de minoritarios de EOCA y CHIA (ex propiedad de ENIA)	USD mm	USD mm
Costo implícito para ENIA	144,5	0,6
Costo implícito como porcentaje de la capitalización bursátil de ENIA <sup>(1)</sup>	%	1,67%



(1) Capitalización bursátil de USD 8.708 millones al 20 de julio de 2016

## **CONSIDERACIONES DE FLUJO DE CAJA Y BURSÁTILES DE LA OPERACIÓN PROPUESTA**

### **i. Impactos en EBITDA**

**5**

# Impacto para ENIA de potenciales sinergias atribuibles a la Operación Propuesta

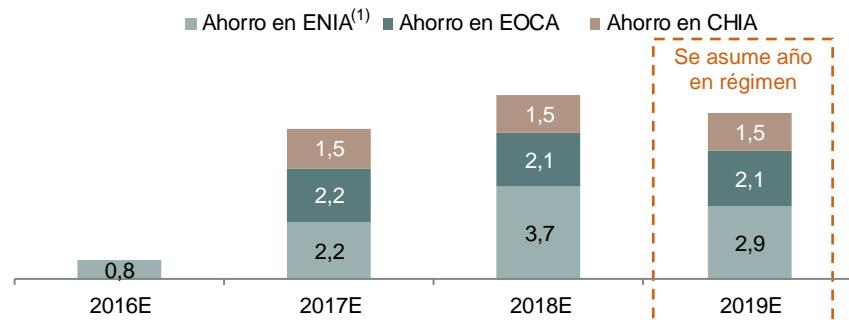
**En base a las eficiencias estimadas por ENIA en la primera y segunda etapa de la Operación Propuesta, la misma podría generar ahorros en gastos operacionales a nivel *holding*. El VPN de dichas eficiencias para ENIA se estima en 48 millones**

## Consideraciones y supuestos

- En conjunto con la primera etapa de la reorganización societaria, ENI presentó un plan de eficiencias para los siguientes años
- En dicho plan de eficiencias, se consideraron ahorros de costos de *staff & services* para ENIA a nivel *holding* por un monto en régimen (año 2019) de USD 4 millones (antes de impuestos)
- Según lo informado por la Compañía dichos ahorros son producto de una gestión centralizada implicando, entre otros:
  - Una reducción en gastos de AFC (administración, finanzas y control)
  - Ahorros en procesos de compras
- Para el presente Informe se asume que dicho plan de eficiencias se mantiene vigente, en particular por los ahorros identificados para ENIA a nivel *holding*
- Asimismo, se han estimado sinergias en gastos operacionales adicionales producto de la absorción de EOCA y CHIA (ahorros en contratos intercompañías, gastos de directores y otras operaciones como gastos en bolsa)
  - Los ahorros por eficiencias en operaciones se asumen a partir del año 2017 y se estiman en USD 4,5 millones en régimen (antes de impuestos)
- En total, el ahorro en régimen (año 2019) se estimaría en USD 8,5 millones (antes de impuestos)

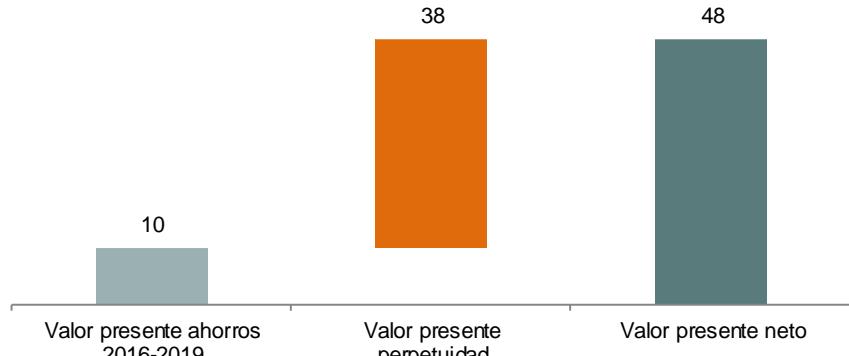
## Trend de sinergias a nivel *holding*

USD millones, después de impuestos



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

USD millones



Fuente: la Compañía y Credicorp Capital

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

(2) Se utilizó un WACC de 8,18%

## **CONSIDERACIONES DE FLUJO DE CAJA Y BURSÁTILES DE LA OPERACIÓN PROPUESTA**

### **ii. Impactos tributarios**

**5**

**El valor presente neto de los impactos tributarios para ENIA producto de la Operación Propuesta (adicionales a la compensación tributaria incluidas en la razón de canje), se estiman en un costo de USD 17 millones**

- Los impactos tributarios atribuibles a la Operación Propuesta son los siguientes:

- Ahorro por indemnización tributaria:** corresponde al ahorro para ENIA que las compensaciones tributarias se acuerden en las razones de canje en lugar de ser indemnizados a EOC Chile y Chilectra Chile directamente (de no realizarse la Fusión)
- Impuesto generado en Perú por la Fusión:** Costos tributarios provenientes de impuestos a pagar en Perú por mayor valor de mercado de los activos en el momento de la Fusión (por la prorrata de ENIA en ENIA post Fusión)
- Badwill por absorción de CHIA:** corresponde a un *badwill* que se produce por la absorción de CHIA en ENIA (por la prorrata de ENIA en ENIA post Fusión)

Impactos tributarios para ENIA	Valor presente (USD millones)
Ahorro por indemnización tributaria a través de razones de canje	USD mm 21
Impuesto generado en Perú por la Fusión	USD mm -24
<i>Badwill</i> por absorción de CHIA	USD mm -15
<b>Impactos tributarios (adicionales a la compensación tributaria incluidas en la razón de canje)</b>	<b>USD mm -17</b>

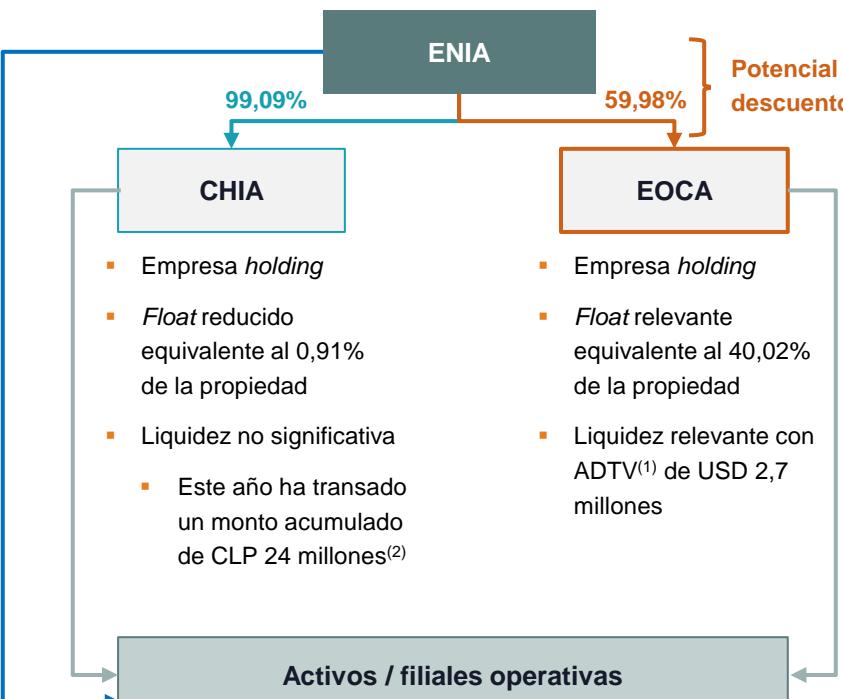
## CONSIDERACIONES DE FLUJO DE CAJA Y BURSÁTILES DE LA OPERACIÓN PROPUESTA

### iii. Consideraciones de descuento de *holding*

5

# Potencial ahorro del descuento de *holding* de ENIA por absorción de EOCA, filial líquida

Como consecuencia de la Fusión, podría existir una disminución del descuento de *holding* de ENIA, debido a la absorción de EOCA, filial con liquidez relevante, el cual puede ya estar incorporado en el precio de la acción de ENIA



Participación directa de ENIA en filiales operativas

- Potencial disminución de descuento de *holding* de ENIA por absorción de EOCA, filial líquida abierta en bolsa
- Asumiendo que el mercado ve una alta probabilidad que se ejecute la Fusión, se infiere que dicha disminución potencial ya esté incorporada en el precio de mercado de ENIA, por lo que de no producirse la Fusión, el descuento de *holding* de ENIA podría incrementarse
- 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
  - **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

(1) Average Daily Trading Volume. Fuente: Bloomberg. Se calcula desde que las compañías empezaron a cotizar en bolsa (21 de abril de 2016) al 20 de julio de 2016

(2) Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

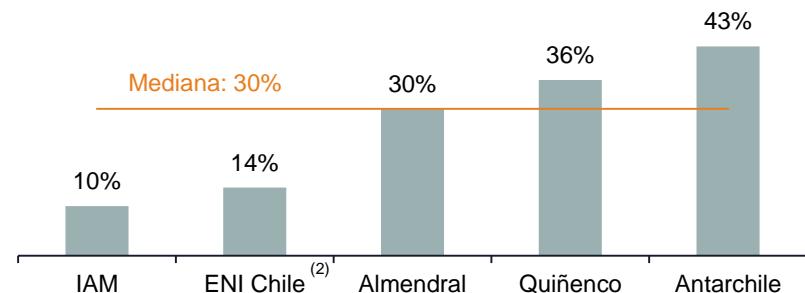
# Descuentos de *holding* en el mercado chileno

El descuento de *holding* en Chile varía desde IAM (10%), *holding* con baja diversificación y complejidad, hasta Quiñenco (36%) y Antarchile (43%), *holdings* con mayor diversificación y menor liquidez

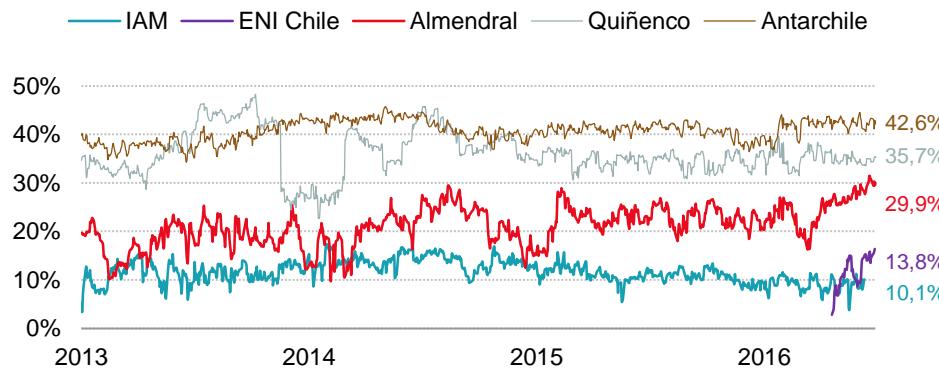
## Holdings en Chile con activos subyacentes abiertos en bolsa<sup>(1)</sup>

Sociedad <i>holding</i>	Activo(s) subyacente(s) listado(s) en bolsa
Antarchile	Copec, Colbún
Almendral	Entel
ENI Chile	EOC Chile, Chilectra Chile
IAM	Aguas Andinas
Quiñenco	Banco de Chile, CSAV, CCU, SAAM, Techpack

## Descuentos de *holding* actuales en Chile



## Evolución de descuentos de *holding* en Chile desde enero 2013 a la fecha



	Prom.	Max.	Mín.	Actual
IAM	11,5%	34,9%	3,4%	10,1%
ENI Chile	12,2%	16,4%	2,8%	13,8%
Almendral	21,3%	31,4%	9,7%	29,9%
Quiñenco	36,0%	48,3%	22,7%	35,7%
Antarchile	40,7%	45,7%	34,1%	42,6%
<b>Promedio</b>	<b>24,4%</b>	<b>35,3%</b>	<b>14,5%</b>	<b>26,4%</b>
<b>Mediana</b>	<b>21,3%</b>	<b>34,9%</b>	<b>9,7%</b>	<b>29,9%</b>

Fuente: Credicorp Capital, Bloomberg y SVS. Datos al 20 de julio de 2016

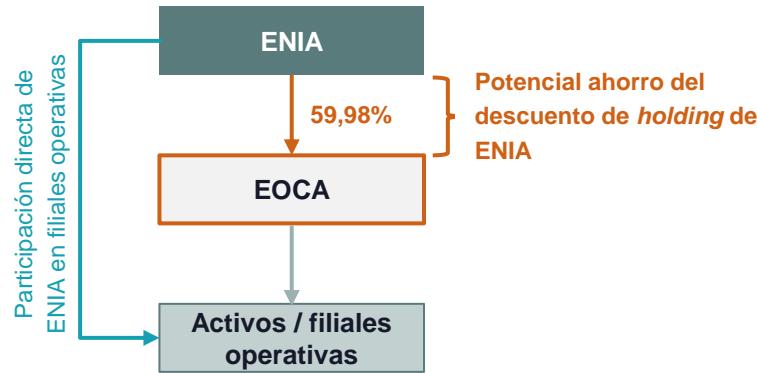
(1) No se consideró en el análisis de los *holdings*: Pampa Calicherá (sociedad matriz de SQM), Invercap (sociedad matriz de CAP) y Campos Chilenos (sociedad matriz de lansa)

(2) No considera gastos de administración y ventas

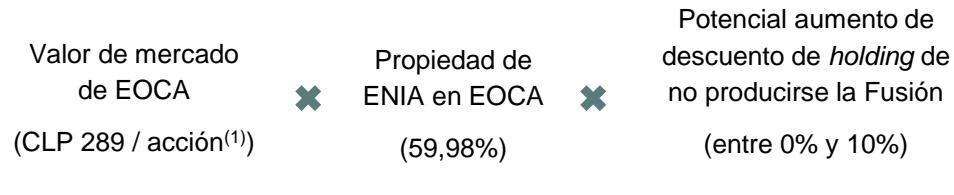
# Ejercicio sobre el impacto en el valor de ENIA por una potencial disminución del descuento de *holding*

Para fines de este ejercicio, se asume que el descuento de *holding* incremental en ENIA (de no producirse la Fusión) puede ser entre un 0% a 10% (similar a IAM) de la porción del valor de ENIA que viene de su participación del 60% en EOCA. Este potencial incremento se estima entre USD 0 y 218 millones

## Estructura de propiedad actual de ENIA



## Cálculo del potencial ahorro en el descuento de *holding* entre ENIA y EOCA



Potencial impacto en el valor de ENIA = USD 0 – 218 millones<sup>(2)</sup>  
Equivalente a entre 0% y 2,5% de la capitalización bursátil de ENIA<sup>(3)</sup>

- En base al ejercicio señalado y asumiendo que el potencial aumento de descuento de *holding* en ENIA de no producirse la Fusión sería similar al descuento de *holding* de IAM por la porción de valor en EOCA, el potencial ahorro en descuento de *holding* para ENIA se estima en un rango entre USD 0 y 218 millones
  - Esto equivale a un rango entre 0% y 2,5% de la capitalización bursátil de ENIA<sup>(3)</sup>

(1) El precio por acción de EOC estimado en el presente Informe

(2) Considera tipo de cambio USDCLP de 650,8

(3) Calculada al cierre de mercado del 20 de julio de 2016

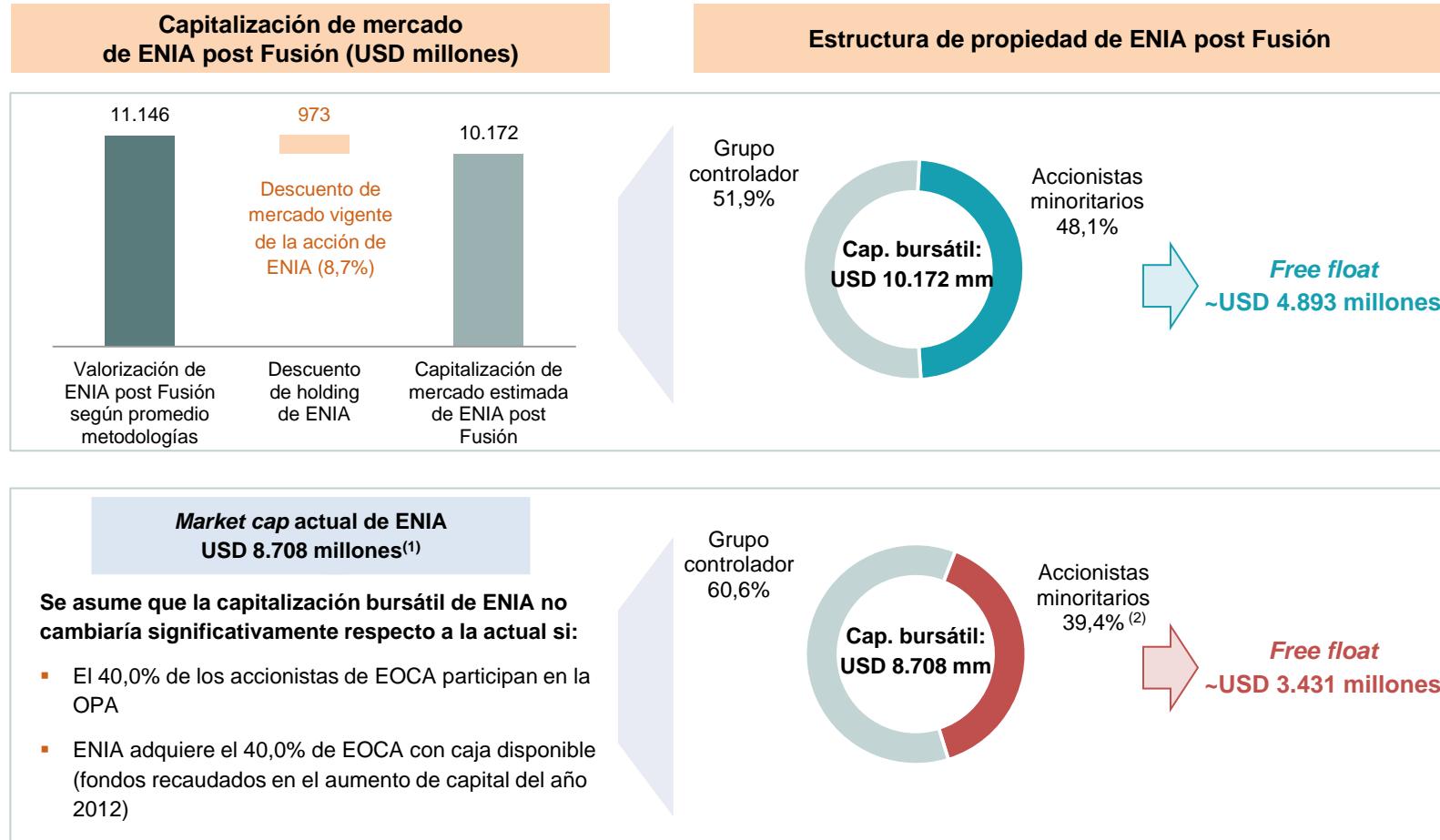
## **CONSIDERACIONES DE FLUJO DE CAJA Y BURSÁTILES DE LA OPERACIÓN PROPUESTA**

### **iv. Consideraciones de liquidez**

# 5

# Estimación del tamaño del *free float* de ENIA post Operación Propuesta

Se estima que el tamaño del *free float* de ENIA post Operación Propuesta estaría entre USD 3.431 millones (nivel actual) y 4.893 millones, rango que dependería de la participación de los accionistas de EOCA en la OPA



Considera tipo de cambio USDCLP de 650,8

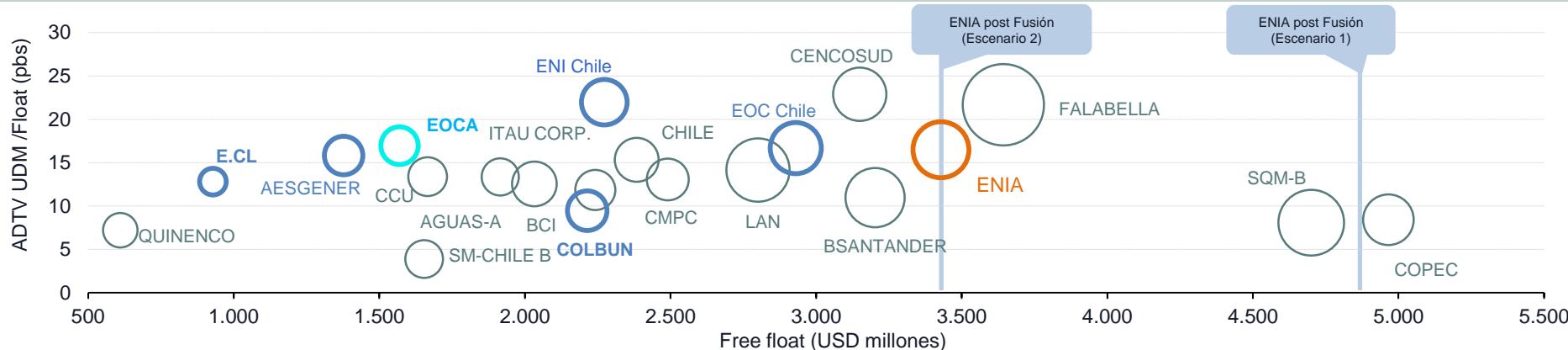
(1) Calculado al cierre de mercado del 20 de julio de 2016

(2) Considera que en caso que hasta un 10,0% de los accionistas de ENIA ejerzan su derecho a retiro, se asume que dichas acciones podrían ser colocadas en el mercado, por lo que han sido consideradas como *free float*

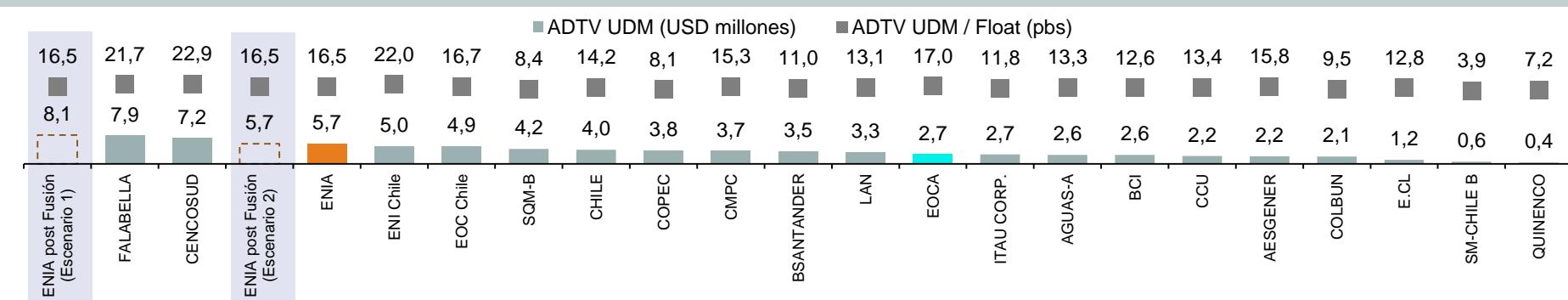
# Perspectiva de liquidez de ENIA y EOCA en el mercado chileno

Según estimaciones proforma de ENIA post Operación Propuesta, ésta se mantendría como una de las empresas más líquidas de la plaza chilena. Si la Operación Propuesta no se realiza, se esperaría que EOCA esté entre las 20 empresas con mayor float del mercado en Chile, mostrando niveles razonables de ADTV<sup>(1)</sup> para el mercado chileno

Liquidez de principales compañías de 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 20 de julio de 2016. Tipo de cambio USDCLP 650,8

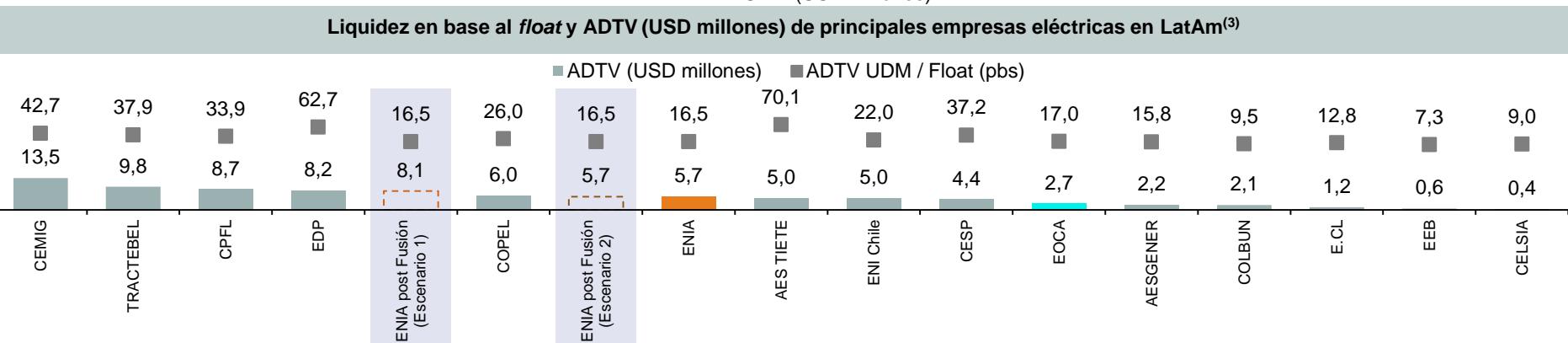
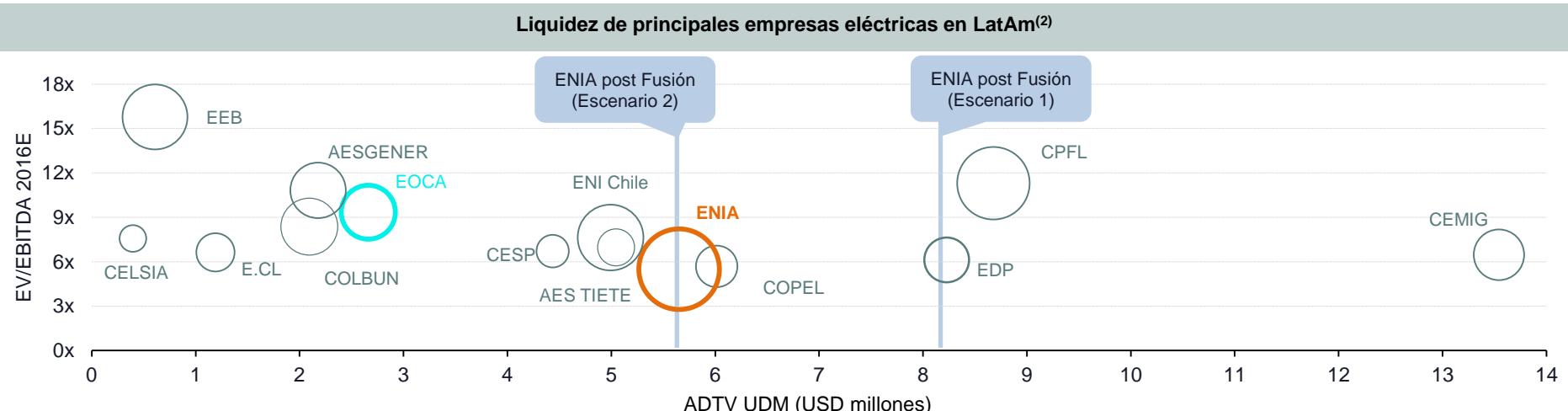
(1) Average Daily Trading Volume considera datos de los últimos doce meses (UDM). Para ENIA y EOC Chile se consideran los datos desde 1 de marzo de 2016, día en que se materializó la División. Para ENI Chile y EOCA se consideran los datos desde el 21 de abril de 2016, día en que comienzan a transar en bolsa

(2) El tamaño del círculo representa la capitalización bursátil

(3) Para calcular el ADTV de ENIA fusionada se asumió que la relación ADTV/Float permanecía constante después de la Fusión

# Perspectiva de liquidez de ENIA y EOCA con relación a empresas eléctricas en LatAm

Considerando empresas eléctricas en LatAm, y los niveles de *float* y *ADTV*<sup>(1)</sup> actuales de ENIA y EOCA, y que podría tener ENIA fusionada en base a estimaciones proforma, en estos niveles de liquidez no se muestra necesariamente una correlación entre liquidez y valorización por múltiplos



Fuente: Bloomberg. Datos al 20 de julio de 2016. Tipo de cambio USDCLP 650,8

(1) Average Daily Trading Volume considera datos de los últimos doce meses. Para ENIA y EOCA Chile se consideran los datos desde 1 de marzo de 2016, día en que se materializó la División. Para ENI Chile y EOCA se consideran los datos desde el 21 de abril de 2016, día en que comienzan a transar en bolsa

(2) El tamaño del círculo representa la capitalización bursátil

(3) Para calcular el ADTV de ENIA fusionada se asumió que el ADTV/Float permanecía constante después de la Fusión

## **CONSIDERACIONES DE FLUJO DE CAJA Y BURSÁTILES DE LA OPERACIÓN PROPUESTA**

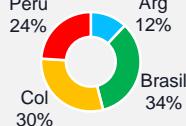
### **v. Consideraciones sobre la clasificación de riesgo**

**5**

# Consideraciones sobre clasificación de riesgo de ENIA

**La Operación Propuesta podría tener un impacto positivo en el perfil de riesgo crediticio de ENIA principalmente por generar un acercamiento a las filiales operativas, un mayor acceso a flujos de caja, eliminar el riesgo de subordinación estructural, e incrementar su escala a nivel de activos**

## Perfil crediticio vigente de ENIA

Criterio	ENIA
Tamaño de activos	USD 15.278 millones <sup>(2)</sup>
Diversificación de mercados (EBITDA 2016E proporcional) <sup>(1)</sup>	
Mix de negocios (EBITDA 2016E proporcional) <sup>(1)</sup>	
Métricas crediticias	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ DFN<sup>(3)</sup>/EBITDA: 0,89x<sup>(2)</sup></li> <li>■ DFN<sup>(3)</sup>/Patrimonio: 0,29x<sup>(2)</sup></li> </ul>

## Clasificaciones de riesgo vigentes

	Internacional	Nacional
<b>Fitch Ratings</b>	<b>BBB</b>	<b>AA-</b>
<b>Moody's</b>	<b>Baa3</b>	-
<small>STANDARD &amp; POOR'S RATINGS SERVICES</small>	<b>BBB</b>	-
<b>Feller</b>	-	<b>AA-</b>

## Factores positivos de la Operación Propuesta sobre el perfil crediticio de ENIA

- Se espera que la Operación Propuesta genere los siguientes impactos positivos en el perfil crediticio de ENIA:
  - **Acercamiento a las filiales operativas:** como producto de la Operación Propuesta, ENIA pasaría a consolidar las participaciones sobre sus filiales operativa que actualmente están repartidas entre EOCA y CHIA, generando una mayor autonomía y eficacia sobre la gestión de dichas filiales, en particular sobre sus políticas financieras
  - **Mayor acceso a flujos de caja:** la Fusión generará que ENIA reduzca intereses minoritarios en sus filiales operativas, incrementando su utilidad controladora y por lo tanto su acceso a flujos de caja a nivel *holding*. Post Fusión, se espera que la utilidad controladora de ENIA aumente desde un 52% hasta un 64%<sup>(4)</sup>
  - **Eliminación de subordinación estructural:** producto de la Operación Propuesta, ENIA absorberá a sus filiales *holdings* EOCA y CHIA, en tanto eliminando el riesgo que el endeudamiento de tales filiales en el tiempo subordine a los acreedores de ENIA individual
  - **Mayor escala:** La Operación Propuesta generará que ENIA incremente su escala a nivel de activos, potencialmente incrementando su *float* y liquidez en los mercados de capitales
- Cabe resaltar que si la OPA es por un monto relevante, ésta podría debilitar la posición de caja de ENIA, pudiendo afectar el perfil crediticio de ENIA

(1) Cifras en base a proyecciones 2016E entregadas por la Compañía

(2) Cifras de ENIA a marzo de 2016. Fuente: EEFF de la Compañía

(3) Deuda financiera neta

(4) Fuente: la Compañía. Corresponde al aumento esperado de la utilidad controladora de ENIA para el año 2016

# Potencial impacto para ENIA ante una mejora en el costo de endeudamiento post Fusión

**Post Fusión, ENIA podría mejorar su perfil crediticio lo que podría impactar positivamente en su costo de endeudamiento estructural. Asumiendo que el costo de endeudamiento de ENIA mejore entre 0 y 50 bps, el impacto para ENIA sería entre USD 0 y 76 millones**

## Consideraciones y supuestos

- De realizarse la Fusión, se contempla el escenario donde ENIA podría ver mejorado su perfil crediticio y potencialmente su clasificación de riesgo lo que podría reducir el costo promedio del capital de ENIA post Fusión
- Para sensibilizar los impactos para los accionistas de ENIA ante un potencial ahorro en el costo de la deuda de ENIA post Fusión, se asume que el diferencial de spread crediticio podría ser de entre 0 y 50 bps

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

### Variación de la valorización de ENIA post Fusión atribuible a la participación de ENIA

USD millones

### Impacto ante ahorros en el costo de deuda de ENIA post Fusión

0 bps	25 bps	50 bps
-------	--------	--------

-	38	76
---	----	----

## **CONSIDERACIONES ESTRATÉGICAS Y DE GESTIÓN DE LA OPERACIÓN PROPUESTA PARA ENIA**

# 6

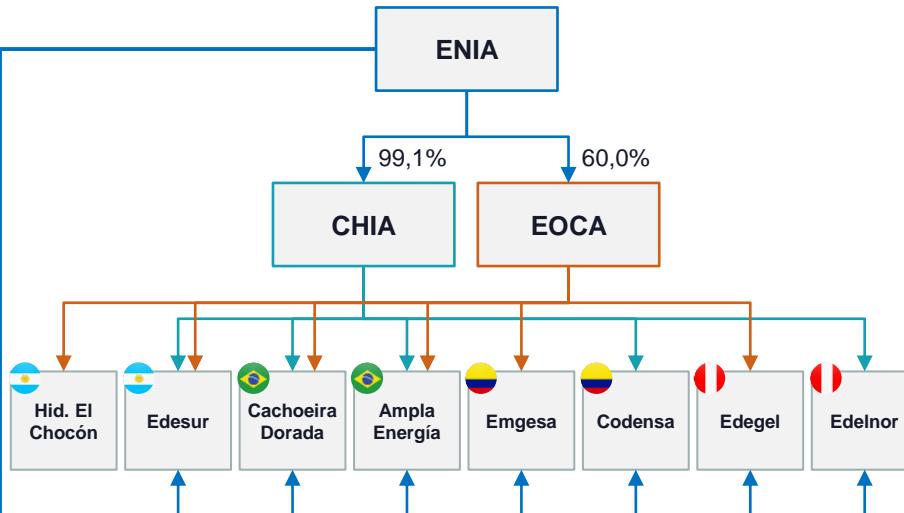
# Consideraciones estratégicas y de gestión de la Operación Propuesta para ENIA (1/2)

Beneficios  
estratégicos  
de la Operación  
Propuesta

- 1 Alineamiento de intereses sobre filiales operativas
- 2 Mayor eficiencia en el proceso de toma decisiones
- 3 Acceso directo a flujos de caja y reducción del interés minoritario

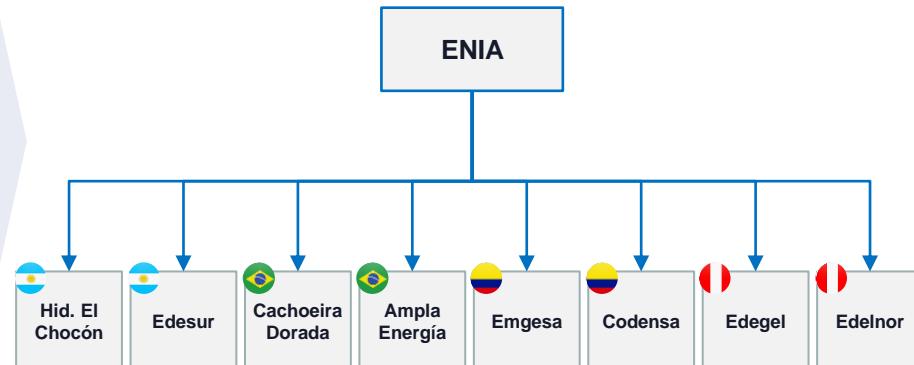
## Ordenamiento de la estructura societaria de ENIA

### Estructura societaria actual<sup>(1)</sup>



### Estructura societaria post Fusión<sup>(1)</sup>

Con la nueva estructura societaria se eliminarían las participaciones cruzadas



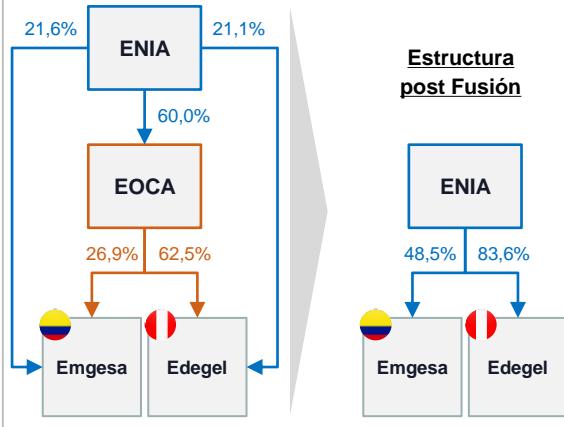
(1) En la estructura societaria mostrada sólo se consideran algunos de los activos / sociedades operativas de cada país

# Consideraciones estratégicas y de gestión de la Operación Propuesta para ENIA (2/2)

1

## Alineamiento de intereses sobre filiales operativas

- ENIA sería la única sociedad *holding* de inversión en LatAm (ex Chile) para inversiones en Gx, Dx y Tx
- Claridad para los accionistas sobre las políticas de inversión
- Participación en activos bajo un mismo controlador



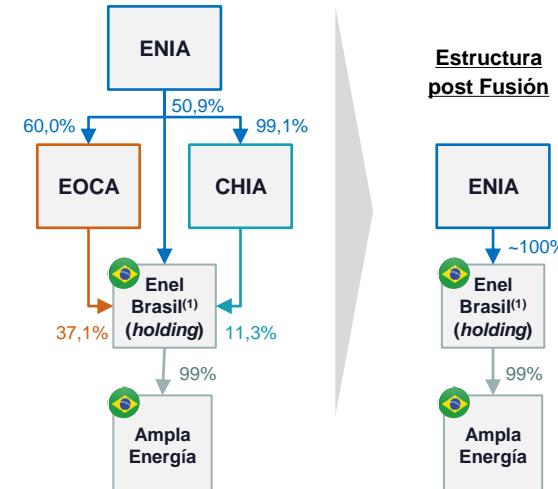
**Ejemplo de Edegel:** ENI adquiere el 21,1% de Edegel, en lugar de haber sido adquirido por EOC, quien mantenía el 62,5% de Edegel

**Ejemplo de Emgesa:** ENI ha cedido a EOC los derechos de voto relativos a Emgesa para que EOC refleje el control en su consolidación

2

## Mayor eficiencia en el proceso de toma de decisiones

- Simplificación de capas de decisión entre accionistas → múltiples capas son ineficaces
- Eliminación de potenciales conflictos de intereses entre compañías y equipos gerenciales
- Ahorro en tiempo y costes en la toma de decisiones (se mantendría un solo Directorio)



**Ejemplo de Ampla Energía:** post Fusión, Enel Brasil estaría bajo un único vehículo, lo cual facilitaría las decisiones relevantes en Ampla Energía

3

## Acceso directo a flujos de caja

- Mayor retención de caja por la significativa reducción de intereses minoritarios
- Estructura societaria más simple y con mayor visibilidad de los activos
- Eliminación de participaciones cruzadas

País / Negocio	Activo / Filial	Participación directa			ENIA post Fusión	
		ENIA	EOCA	CHIA		
AR	Gx	Hid. El Chocón	-	65%	-	65%
AR	Gx	EOC Costanera	-	76%	-	76%
AR	Gx	C. Dock Sud	40%	-	-	40%
AR	Dx	Edesur	38%	1%	34%	72%
BR	Gx	Cacho eira	51%	37%	11%	99%
BR	Gx	Fortaleza	51%	37%	11%	99%
BR	Dx	Coelce	45%	22%	7%	74%
BR	Dx	Ampla Energía	45%	17%	37%	99%
BR	Tx	Cien	51%	37%	11%	99%
CO	Gx	Emgesa	22%	27%	-	48%
CO	Dx	Codensa	39%	-	9%	48%
PE	Gx	Chinango	17%	50%	-	67%
PE	Gx	Edegel	21%	62%	-	84%
PE	Gx	Piura	97%	-	-	97%
PE	Dx	Edelhor	60%	-	16%	76%

- Actualmente, los accionistas de ENIA, EOCA y CHIA tienen baja visibilidad de los activos / subsidiarias no consolidados
- Post Fusión, se espera que la utilidad controladora de ENIA aumente desde un 52% hasta un 64%<sup>(2)</sup>

(1) Estructura de propiedad simplificada. Edegel tiene una participación de 4% en Enel Brasil

(2) Fuente: la Compañía. Corresponde al aumento esperado de la utilidad controladora de ENIA para el año 2016

**Oficina Santiago**

Avenida Apoquindo 3721, piso 9  
Las Condes  
7550177  
Chile

+56 (2) 2450 1600