

Santiago, 5 de agosto de 2016

Señores  
Comité de Directores  
Endesa Américas S.A.  
Santa Rosa 76, Piso 16  
Santiago - Chile

De nuestra consideración:

Adjunto a la presente nos es grato acompañar original del informe final emitido con esta fecha por Asesorías Tyndall SpA, en su calidad de evaluador independiente adicional designado por el Comité de Directores de Endesa Américas S.A., conforme a lo establecido en el Artículo 147 de la Ley No 18.046 sobre Sociedades Anónimas, respecto de la operación de fusión mediante la cual Enersis Américas S.A. absorbería por incorporación a Endesa Américas S.A. y a Chilectra Américas S.A., sociedades estas dos últimas que se disolverían sin liquidación, sucediéndolas la primera en todos sus derechos y obligaciones.

Le saludan muy atentamente,



Eduardo Rodríguez Grau  
Asesorías Tyndall SpA

## **Informe al Comité de Directores de Endesa Américas S.A.**

5 de agosto, 2016

**Confidencial**

## Información importante (1/2)

- Asesorías Tyndall SpA (**“Tyndall”**) fue contratado por Endesa Américas S.A. (**“Endesa Américas”**) para actuar como evaluador independiente adicional designado por el Comité de Directores (el **“Comité”**) para informar a los accionistas de Endesa Américas (el **“Propósito del Informe”**) acerca de la Fusión (según este término se define más adelante) en los términos previstos en el artículo 147 de la ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas
- El presente informe (el **“Informe”**) fue preparado en idioma español y, en caso de ser traducido a otro idioma, la versión en español debe primar para todos los efectos
- Este Informe fue preparado para ser usado exclusivamente para el Propósito del Informe y debe ser utilizado exclusivamente en dicho contexto, no pudiendo ser utilizado para otro propósito o finalidad sin el consentimiento previo y por escrito de Tyndall
- El presente Informe NO constituye una recomendación, expresa o tácita, al Comité, a los Directores, al Directorio o a los accionistas de Endesa Américas respecto de la conveniencia u oportunidad para decidir acerca de las operaciones que conforman la Fusión o la Reorganización Societaria (según este término se define más adelante)
- Sin perjuicio del Propósito del Informe, el presente informe NO constituye una recomendación, expresa o tácita, a ningún accionista de Endesa Américas o a cualquier otra persona o entidad, respecto de cómo debe proceder dicho accionista o persona en relación con la Fusión, la Reorganización Societaria o cualquier otra materia o asunto
- El presente Informe debe ser leído en su conjunto, dado que su lectura parcial puede inducir a malinterpretaciones. Cualquier difusión o distribución parcial del Informe debe ser previamente autorizada por escrito por Tyndall
- Tyndall NO asume obligación o responsabilidad alguna por los eventuales resultados o consecuencias de la Fusión o la Reorganización Societaria o de la no realización de una u otra
- Para efectos de realizar nuestro análisis y arribar a las conclusiones contenidas en el presente Informe nos hemos basado en información que nos fue entregada o comunicada por Endesa Américas, Enersis Américas S.A. (**“Enersis Américas”**), Chilectra Américas S.A. (**“Chilectra Américas”**) y/o sus respectivos asesores, y en información pública disponible, sin llevar a cabo una verificación independiente de dicha información o de su veracidad, exactitud, integridad, suficiencia, consistencia, precisión o razonabilidad. En el caso de estimaciones, proyecciones, informes o pronósticos, hemos supuesto y confiado que han sido preparados de buena fe y de manera razonable con base en supuestos que reflejan las mejores estimaciones disponibles y juicios por parte de la respectiva administración, asesor o experto, respecto de los resultados esperados en el futuro. Tyndall y sus socios, administradores, empleados o representantes no formulan representación respecto de, ni garantizan, sea expresa o tácitamente, la corrección, veracidad o plenitud de la información recibida
- Especialmente, hemos supuesto que la Fusión se materializará en los términos que se describe en los hechos esenciales respectivos, en la Junta de División (según este término se define más adelante) y en las modificaciones a ser propuestas comunicadas por la administración de Enersis Américas, en particular, conforme a los Términos y Condiciones de la Fusión (según este término se define más adelante)

## Información importante (2/2)

- La información disponible públicamente, incluida información de mercado, precios de acciones, reportes de analistas y similares fue obtenida de, entre otras fuentes, entidades y/o sitios considerados confiables
- Nuestro análisis y las conclusiones contenidas en el presente Informe necesariamente se basan en la información y en las condiciones económicas, de mercado, financieras y regulatorias vigentes a la fecha del presente Informe, entendiéndose que los acontecimientos y eventos que ocurran con posterioridad a esta fecha podrán afectar el análisis y las conclusiones del presente Informe. Tyndall no asume obligación alguna de actualizar, revisar o confirmar el presente Informe en el futuro
- Los resultados que se produzcan en el futuro pueden ser sustancialmente diferentes de los que se supongan, asuman o sugieran en el presente Informe. Por tanto, Tyndall NO asume responsabilidad alguna ni obligación alguna de indemnizar en el evento que los resultados futuros sean diferentes de las estimaciones, predicciones o proyecciones contenidas en el presente Informe. Tyndall tampoco asume obligación alguna de informar, sea al Comité, a los Directores, al Directorio, o a los accionistas de Endesa Américas, ni a ninguna persona, acerca de cambios respecto de cualquier hecho, estimación o situación de que Tyndall tome conocimiento con posterioridad a la fecha del presente Informe
- Tyndall está actuando exclusivamente como evaluador independiente en relación con el Propósito del Informe y no ha asumido obligación o compromiso alguno de proveer servicios de asesoría legal, contable o tributaria ni realizar *due diligence* de las compañías objeto de la Fusión o la Reorganización Societaria. Por tanto, ningún contenido del presente Informe debe ser considerado, usado o interpretado como asesoría legal, contable o tributaria y cualquier contenido del mismo que haga referencia, directa o indirectamente, a aspectos legales, contables o tributarios debe ser entendido como una revisión de aspectos generales que Tyndall ha estimado relevantes para apoyar su propio análisis
- Finalmente, hacemos presente que a Tyndall no se le solicitó, ni tampoco Tyndall prestó asesoría alguna respecto del diseño, elección o estructuración de la Fusión o las transacciones que conforman la Reorganización Societaria, ni respecto de los términos o condiciones o cualquier otro aspecto de las mismas, ni le fueron solicitados servicios distintos de la elaboración del presente Informe. Por tanto, Tyndall no se ha pronunciado en el Informe ni se pronunciará acerca de la posibilidad de que una operación alternativa a la Fusión o una configuración diferente de las compañías objeto de la Reorganización Societaria podría o no resultar en mayores beneficios para los accionistas de Endesa Américas

# Agenda

I.	Introducción y resumen ejecutivo	3
II.	Descripción de la Fusión	16
1.	Antecedentes y descripción de la transacción propuesta	16
2.	Alcance del trabajo de Tyndall	32
III.	Análisis desarrollado por Tyndall	36
1.	Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas	36
2.	Análisis de la Relación de Canje de Referencia	65
3.	Consideraciones respecto de la contribución de la Fusión al interés social	72
4.	Consideraciones adicionales	76
IV.	Conclusiones	82
V.	Apéndice	87

# Introducción y resumen ejecutivo (1/12)

## *¿Qué se está proponiendo?*

### **1 Se está proponiendo la fusión de Endesa Américas y Chilectra Américas en Enersis Américas (1/2)**

Con fecha 6 de mayo de 2016, Endesa Américas comunicó, como hecho esencial, un acuerdo de su Directorio en sentido de dar inicio formal a un proceso de fusión mediante el cual Enersis Américas absorbería por incorporación a Endesa Américas y Chilectra Américas, sociedades estas dos últimas que se disolverían sin liquidación, sucediéndolas la primera en todos sus derechos y obligaciones (la **“Fusión”**)

En el referido hecho esencial se informó asimismo que la Fusión se haría “en consonancia” con las resoluciones adoptadas por la junta extraordinaria de accionistas de Empresa Nacional de Electricidad S.A. celebrada con fecha 18 de diciembre de 2015 (la **“Junta de División”**) en que se aprobó la división de dicha sociedad en: (i) la propia Empresa Nacional de Electricidad S.A., continuadora legal (**“Endesa Chile”**), y (ii) Endesa Américas, sociedad a la que se le asignaron los activos no chilenos

Finalmente, en el mismo hecho esencial se señaló que la Fusión se haría de acuerdo con los términos estimativos de la Fusión que se expusieron en la referida Junta de División, particularmente en lo relativo a lo siguiente:

- (i) La Fusión se sujetará al cumplimiento de las Condiciones de Derecho a Retiro (según este término se define más adelante): se fijó un máximo de ejercicio de derecho a retiro de **hasta 10,00%** en el caso de **Enersis Américas**, **hasta 7,72%** en el caso de **Endesa Américas** y **hasta 0,91%** en el caso de **Chilectra Américas**
- (ii) Se propondrá una **ecuación de canje de 2,8 acciones de Enersis Américas por cada acción de Endesa Américas** y de 5,0 acciones de Enersis Américas por cada una de Chilectra Américas
- (iii) Enersis Américas presentará una oferta pública de adquisición de acciones (la **“OPA”**) dirigida a la totalidad de las acciones y American Depositary Receipts (**“ADRs”**) emitidos por Endesa Américas que no sean de propiedad de Enersis Américas, por un precio de 285 pesos chilenos (el **“Precio de la OPA”**), OPA que estará condicionada (las **“Condiciones de la OPA”**): (i) a la aprobación de la Fusión; (b) a que se cumplan las Condiciones de Derecho a Retiro; y (iii) a los demás términos y condiciones que serán oportunamente detallados al tiempo de formular la OPA
- (iv) El accionista controlador Enel S.p.A. (**“Enel”**) asumió el compromiso de (los **“Compromisos de Enel”**): (a) votar en la respectiva junta a favor de la Fusión, siempre que antes de dicha junta no se hayan materializado hechos relevantes sobrevinientes; y (b) que de aprobarse la Fusión, durante un plazo de 5 años, es su intención no realizar o proponer que se realice cualquier otro proceso de reorganización societario que afecte a Enersis Américas

# Introducción y resumen ejecutivo (2/12)

## *¿Qué se está proponiendo?*

### 1 Se está proponiendo la Fusión de Endesa Américas y Chilectra Américas en Enersis Américas (2/2)

Con fecha 27 de julio de 2016, el Directorio de Chilectra acordó proponer a la junta de accionistas que delibere acerca de la Fusión el reparto de un dividendo extraordinario con cargo a utilidades no distribuidas de CLP\$120.000.000.000

Con fecha 1 de agosto de 2016, la administración de Enersis Américas informó de las siguientes modificaciones a ser propuestas respecto de los términos estimativos de la Fusión que se expusieron en la Junta de División:

- a Modificación de la relación de canje para Chilectra Américas
  - Para tener en cuenta el impacto de la distribución del dividendo extraordinario mencionado, será sometida a consideración del Directorio de Enersis Américas en su sesión del 5 de agosto de 2016 el ajuste de la ecuación de canje de Chilectra Américas desde 5,0 acciones de Enersis Américas por cada acción de Chilectra Américas, a 4,0 acciones de Enersis Américas por cada acción de Chilectra Américas
  - Por tanto, para efectos de analizar la Fusión, se utilizará como referencia una ecuación de canje de 2,8 acciones de Enersis Américas por cada acción de Endesa Américas y de 4,0 acciones de Enersis Américas por cada una de Chilectra Américas (la “**Relación de Canje de Referencia**”)
- b Modificación de la condición suspensiva de la Fusión relativa al límite máximo al ejercicio del derecho a retiro en Endesa Américas
  - Está previsto que los Directorios de Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas en sus sesiones del 5 de agosto propongan facilitar la condición suspensiva de la Fusión relativa al límite máximo del derecho a retiro en **Endesa Américas, 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 Enersis Américas. Para efectos del análisis se supondrá que el límite máximo en el caso de Endesa Américas será el 10,00% de las acciones

Conforme a lo anterior, considerando lo comunicado en el hecho esencial del 6 de mayo de 2016 y las modificaciones a ser revisadas en los Directorios de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas comunicadas por la administración de Enersis Américas el 1 de agosto de 2016, entendemos que lo que se propone a los accionistas de Endesa Américas y que se evalúa en el presente Informe es la Fusión por incorporación de Endesa Américas y Chilectra Américas en Enersis Américas conforme a estos términos y condiciones (los “**Términos y Condiciones de la Fusión**”)

# Introducción y resumen ejecutivo (3/12)

## ***La Fusión es parte de la Reorganización Societaria propuesta por Enel***

### **2 La Fusión es el segundo paso de la Reorganización Societaria**

El 22 de abril de 2015, Enel difundió un acuerdo de su Directorio señalando que éste consideró conveniente que los Directorios de Enersis S.A., Empresa Nacional de Electricidad S.A. y Chilectra S.A. iniciaran el análisis de un eventual proceso de reorganización societaria (la **“Reorganización Societaria”**) destinado a separar los activos de generación y distribución eléctrica en Chile de aquellos en otros países de América Latina

La Reorganización Societaria propuesta consiste en una serie sucesiva de transacciones que, miradas en su conjunto, separan los activos no chilenos de Enersis S.A., Empresa Nacional de Electricidad S.A. y Chilectra S.A. y los agrupan en una única sociedad

**Específicamente, la Reorganización Societaria comprende los siguientes pasos:**

- Primer Paso: la división de Enersis S.A., Empresa Nacional de Electricidad S.A. y Chilectra S.A. (las **“Divisiones”**), paso que ya se materializó y que consistió en:
  - La división de Empresa Nacional de Electricidad S.A. en dos sociedades:
    - Endesa Chile, continuadora legal de Empresa Nacional de Electricidad S.A.
    - Endesa Américas, nueva sociedad a la que se le asignaron los activos no chilenos
  - La división de Chilectra S.A. en dos sociedades
    - Chilectra Chile, continuadora legal de Chilectra S.A.
    - Chilectra Américas, nueva sociedad a la que se le asignaron los activos no chilenos
  - La división de Enersis S.A. en dos sociedades:
    - Enersis Américas, continuadora legal de Enersis S.A., que retuvo para sí los activos no chilenos
    - Enersis Chile, nueva sociedad a la que se le asignaron los activos chilenos
- Segundo Paso: La Fusión

Este paso aún no se ha materializado y es precisamente lo que se someterá a conocimiento de los accionistas de Endesa Américas



## Introducción y resumen ejecutivo (4/12)

***La Fusión será sometida a las normas sobre “operaciones con partes relacionadas en las sociedades anónimas abiertas”***

**3**

**Siete de los nueve Directores de Endesa Américas declararon tener “interés” en la Fusión por haber sido elegidos con los votos del controlador de Endesa Américas, con lo cual, la Fusión se sujetará, en cuanto a su aprobación, a los requisitos y procedimientos que establece el Artículo 147 de la Ley sobre Sociedades Anónimas**

En el mismo hecho esencial de fecha 6 de mayo de 2016 antes individualizado, en que se comunicó el inicio de la Fusión, se informó que siete de los Directores de Endesa Américas (Rafael Fauquié Bernal, Vittorio Vagliasindi, Francesco Buresti, Umberto Magrini, Luca Noviello, Mauro Di Carlo y Loreto Silva Rojas) declararon que fueron elegidos en forma determinante con votos del accionista controlador de Endesa Américas y tener interés en la Fusión “en los términos del Artículo 147 de la Ley de Sociedades Anónimas, y atendido lo dispuesto en la Sentencia de la Iltma. Corte de Apelaciones de Santiago de 22 de marzo de 2016”

Por tanto, además de las normas legales, reglamentarias y administrativas que regulan específicamente la fusión de sociedades anónimas abiertas, la Fusión también será sometida a las normas sobre operaciones con partes relacionadas en las sociedades anónimas abiertas de que trata el Título XVI (el “**Título XVI**”) de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas (la “**LSA**”)

Conforme al artículo 147 de la LSA, que forma parte del Título XVI, una sociedad anónima abierta sólo puede celebrar operaciones con partes relacionadas cuando tengan por objeto contribuir al interés social, se ajusten en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación y cumplan con los requisitos y procedimientos que se señalan en el referido artículo 147 de la LSA

Entre los requisitos y procedimientos que prescribe el artículo 147 de la LSA, para el caso en que se convoque a junta de accionistas para aprobar la operación, se incluye que el Directorio debe designar a lo menos un evaluador independiente para informar a los accionistas respecto de las condiciones de la operación, sus efectos y su potencial impacto para la sociedad, así como acerca de los puntos que el comité de directores, en su caso, le haya solicitado expresamente que sean evaluados

## Introducción y resumen ejecutivo (5/12)

### ***Alcance del trabajo de Tyndall***

- 4** Tyndall fue designado por el Comité de Directores de Endesa Américas como evaluador independiente adicional para informar a los accionistas respecto de las condiciones de la Fusión, sus efectos y su potencial impacto para Endesa Américas, en los términos previstos en el Artículo 147 de la LSA

Específicamente, en el Informe se evalúa si la Fusión

- Tiene por objeto contribuir al interés social de Endesa Américas; y
- Se ajusta en precio, términos y condiciones a aquellas operaciones que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación

### ***Principales análisis realizados***

- 5** Para efectos de determinar si la Fusión tiene por objeto contribuir al interés social de Endesa Américas y se ajusta en precio, términos y condiciones a aquellas operaciones que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación, Tyndall realizó un análisis de creación de valor, comparando el valor actual de Endesa Américas con la participación pro-forma que recibirían los accionistas de Endesa Américas en Enersis Américas de materializarse la Fusión

Partiendo del supuesto que el criterio para determinar si una operación contribuye o no al interés social es el impacto esperado de la operación en el valor de la inversión de los actuales accionistas en Endesa Américas, se realizaron los siguientes análisis:

- Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas conforme a diferentes metodologías (los “Valores Independientes”)
- Contribución relativa de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas en la Fusión (la “Contribución Relativa”)
- Valorización de la entidad fusionada, esto es, valor de Enersis Américas dando efecto a la Fusión (“Valorización Pro-forma”)
- Análisis de creación de valor, contrastando la situación de los accionistas de Endesa Américas “con” y “sin” Fusión, considerando la Relación de Canje de Referencia (el “Análisis de Creación de Valor”)

Adicionalmente, a petición del Comité de Directores, también se analizó el Precio de la OPA y los demás Términos y Condiciones de la Fusión

# Introducción y resumen ejecutivo (6/12)

## Valores Independientes

6

El siguiente cuadro resume el rango de valor estimado para Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas utilizando distintas metodologías de valorización

Valor del patrimonio (miles de millones de US\$, excepto precios por acción en CLP\$)					Precio por acción: Min Medio Max					
Endesa Américas	Valorización por DCF		\$3,7	<div><div></div><div>\$4,2</div></div>	\$4,8		\$296	\$335	\$388	
	Valorización por múltiplo VF/EBITDA 17E		\$3,6	<div><div></div><div>\$4,0</div></div>	\$4,8		\$291	\$321	\$385	
	Valor de mercado		\$3,4	<div><div></div><div>\$3,8</div></div>	\$3,9		\$278	\$296	\$315	
	Precios objetivos de analistas de mercado		\$3,6	<div><div></div><div>\$3,8</div></div>	\$4,1		\$289	\$305	\$328	
Enersis Américas	Valorización por DCF				\$8,6	<div><div></div><div>\$9,9</div></div>	\$11,7	\$116	\$133	\$157
	Valorización por múltiplo VF/EBITDA 17E				\$8,9	<div><div></div><div>\$10,4</div></div>	\$13,5	\$120	\$140	\$181
	Valor de mercado				\$7,0	<div><div></div><div>\$8,4</div></div>	\$8,4	\$95	\$111	\$117
	Precios objetivos de analistas de mercado				\$7,9	<div><div></div><div>\$8,9</div></div>	\$9,5	\$106	\$120	\$128
Chilectra Américas	Valorización por DCF	\$0,9	<div><div></div><div>\$0,8</div></div>	\$1,3			\$377	\$491	\$646	
	Valorización por múltiplo VF/EBITDA 17E	\$1,0	<div><div></div><div>\$0,7</div></div>	\$1,6			\$399	\$582	\$944	
	Valor de mercado	\$0,7	<div><div></div><div>\$0,8</div></div>				\$444	\$446	\$446	
	Precios objetivos de analistas de mercado	n.a.						n.a.	n.a.	n.a.

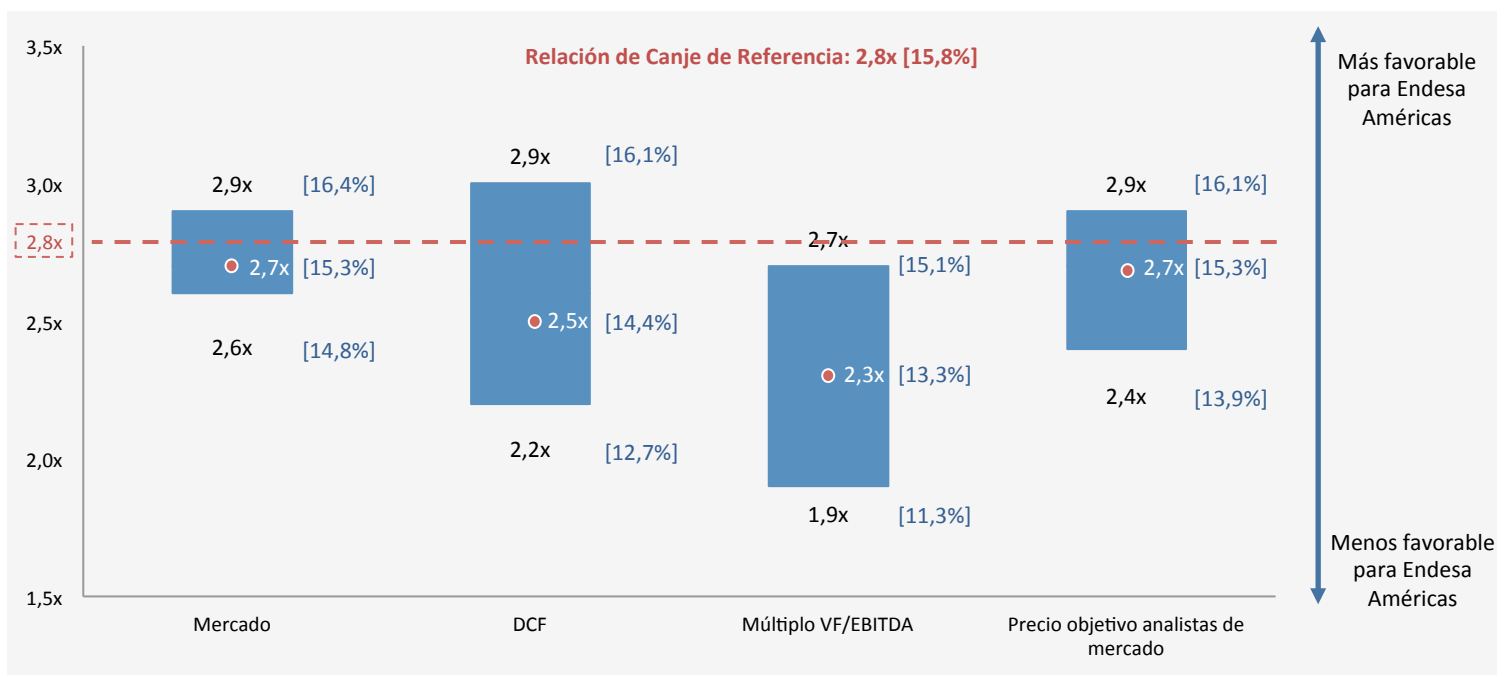
Nota 1: Rango de las valorizaciones en base a múltiplos se construye con la combinación de múltiplos transables que maximiza/minimiza valor de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas. En el caso del DCF, se sensibilizó basado en factores de 0,95x y 1,05x para el WACC y +/- 50bps en crecimiento en perpetuidad utilizado en el valor terminal; Nota 2: Punto destacado del rango corresponde al escenario base en el caso de las valorizaciones por DCF y múltiplos, al precio de mercado al 30 de junio de 2016 en el caso del precio de mercado de la acción y la mediana en el caso de los precios objetivos de analistas de mercado

# Introducción y resumen ejecutivo (7/12)

## Contribución Relativa

- 7 El siguiente cuadro resume la contribución relativa de Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas a la Fusión, considerando distintas metodologías de valorización

### Relación de canje de acuerdo a distintas metodologías de valorización



Nota 1: Cifras entre paréntesis corresponden a la participación de los accionistas minoritarios de Endesa Américas en Enersis Américas Pro-forma

Nota 2: Punto destacado del rango corresponde al escenario base en el caso de las valorizaciones por DCF y múltiplos, al precio de mercado al 30 de junio de 2016 en el caso del precio de mercado de la acción y la mediana en el caso de los precios objetivos de analistas de mercado

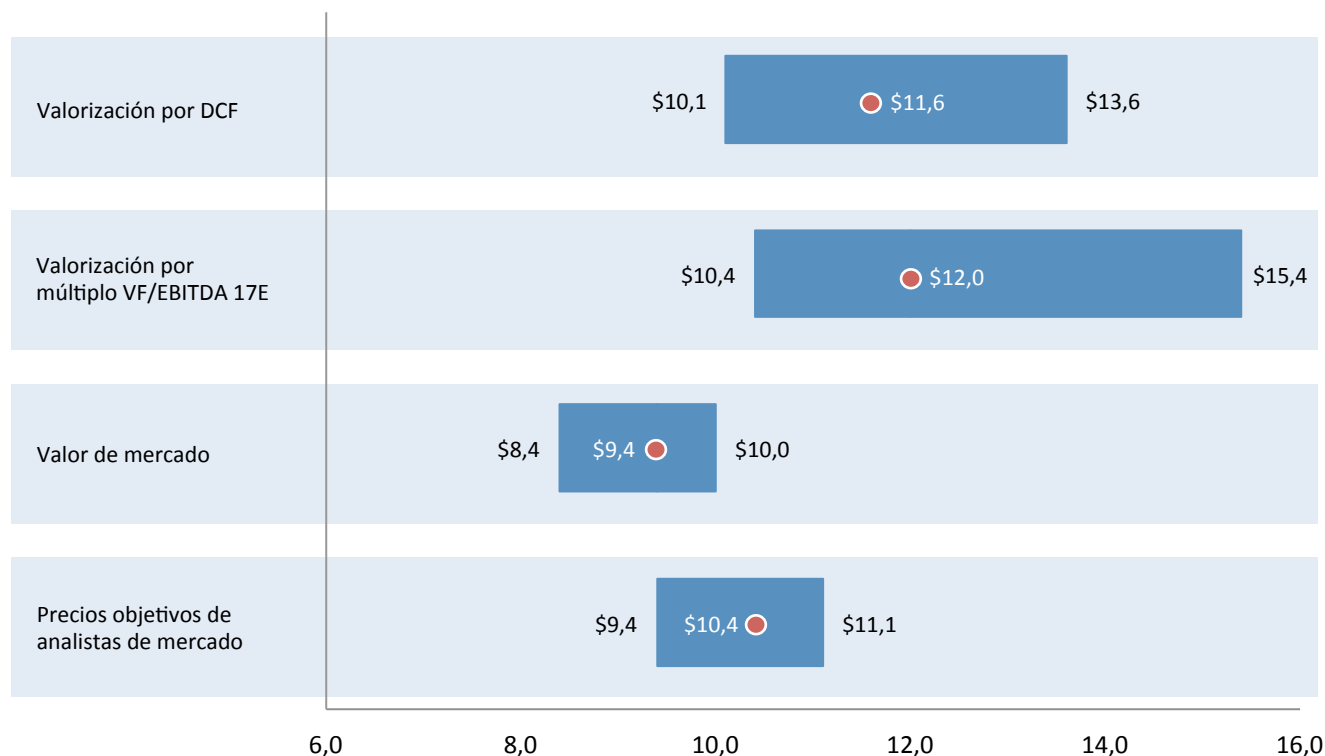
Nota 3: Para la construcción del rango se utilizó la combinación de tasas de descuento y crecimientos en perpetuidad (caso DCF), o múltiplos (valorización por múltiplos), que maximiza y minimiza la participación de los accionistas minoritarios de Endesa Américas en la Enersis Américas Pro-forma

## Introducción y resumen ejecutivo (8/12)

### Valor Pro-forma de Enersis Américas

- 8 El siguiente cuadro resume el rango de Valor Pro-forma estimado para Enersis Américas dando efecto a la Fusión utilizando distintas metodologías de valorización

#### Valor del patrimonio de Enersis Américas Pro-forma en miles de millones de US\$



Nota 1: Rango de las valorizaciones en base a múltiplos se construye con la combinación de múltiplos transables que maximiza/minimiza valor de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas. En el caso del DCF, se sensibilizó basado en factores de 0,95x y 1,05x en el caso del WACC y +/- 50bps en crecimiento del valor terminal

Nota 2: Punto destacado del rango corresponde al escenario base en el caso de las valorizaciones por DCF y múltiplos, al precio de mercado al 30 de junio de 2016 en el caso del precio de mercado de la acción y a la mediana en el caso de los precios objetivos de analistas de mercado

# Introducción y resumen ejecutivo (9/12)

## **Análisis de Creación de Valor**

### **9 Considerando la posición de los actuales accionistas de Endesa Américas, desde un punto de vista puramente financiero de creación de valor, concurrir a la Fusión conforme a la Relación de Canje de Referencia sería positivo para los accionistas de Endesa Américas**

- La Relación de Canje de Referencia se ubica en la parte superior del rango y por sobre el punto medio estimado para la relación de canje mediante las dos metodologías de valorización utilizadas, así como también de los valores de mercado y precios objetivo de analistas de mercado
  - Más aún, nuestro análisis de sensibilidad sugiere que, aún en caso de modificarse las valorizaciones de activos operativos específicos, la relación de canje no tiene variaciones significativas, considerando muy poco probables escenarios operativos en los cuales el valor de los activos puedan ocasionar que el límite inferior del rango se ubique por sobre el valor de la Relación de Canje de Referencia
- Adicionalmente, en caso de no materializarse la Fusión existen factores y riesgos que pueden impactar negativamente el valor de la acción de Endesa Américas
  - Probablemente Endesa Américas requeriría de una estructura administrativa a nivel de holding que actualmente no tiene y cuyo costo no se encuentra contemplado en el Valor Independiente de Endesa Américas (costo adicional)
  - Con la Fusión se eliminarían una serie de gastos relacionados a la mantención de una sociedad anónima abierta que además cuenta con un programa de ADRs, incluyendo gastos por concepto de honorarios profesionales de abogados y auditores, relación con inversionistas y Directorio
  - Posibles descuentos en el precio de la acción respecto del valor de los activos subyacentes a partir de posibles dificultades en el seguimiento y valorización de la acción por parte del mercado (interés minoritario e inversiones no consolidadas relevantes)
  - Conflicto de interés a nivel de Enel respecto al vehículo a utilizar para crecer en América Latina (Enersis Américas, donde su porcentaje de propiedad es del ~61% vs. Endesa Américas, donde sólo es propietaria del ~36% de los derechos económicos), que podría perjudicar el precio de mercado de la acción
  - Potencial disminución en la liquidez de la acción

# Introducción y resumen ejecutivo (10/12)

## ***Contexto de la OPA***

**10** Si bien el Precio de la OPA se encuentra actualmente por debajo del precio de mercado de la acción de Endesa Américas, consideramos que el Precio de la OPA provee un “piso” que otorga mayores grados de protección a los accionistas de Endesa Américas (sujeto obviamente a que la OPA efectivamente se lanze y que cuando ello ocurra, ésta no se sujete a condiciones adicionales que desvirtúen su intención original)

- El precio implícito en la Relación de Canje de Referencia es un 11,4% superior al Precio de OPA, utilizando como referencia el precio de la acción de Enersis Américas al 30 de junio de 2016
- Asimismo, el precio de mercado al 30 de junio de 2016 es un 7,0% superior al Precio de OPA
- El precio promedio ponderado, utilizando una metodología similar a la que se utiliza para el cálculo del precio del derecho a retiro (aunque en un plazo diferente), es un 3,8% superior al Precio de OPA
  - Dependiendo del tipo de accionista, el tratamiento tributario de las ganancias de capital puede ser distinto, por lo que ante igualdad de precio, podría eventualmente existir una ventaja en vender las acciones en Endesa Américas en la OPA versus hacerlo mediante el ejercicio del derecho a retiro

# Introducción y resumen ejecutivo (11/12)

## Otras consideraciones

### 11 Demás Términos y Condiciones de la Fusión

- Respecto de las Condiciones de Derecho a Retiro
  - La opción de sujetar la Fusión a una condición suspensiva está contemplada expresamente por el Reglamento de la LSA
  - Que la condición consista en que el ejercicio de derecho a retiro no supere un límite máximo, expresado como porcentaje de las acciones de la sociedad, es una práctica que se ha ido incorporando en fusiones de sociedades anónimas abiertas en Chile
    - La propia LSA contempla (Artículo 71) que el Directorio de una sociedad que adoptó un acuerdo que otorga derecho a retiro pueda convocar, dentro de los 30 días siguientes al vencimiento del plazo para el ejercicio de dicho derecho a retiro, a una nueva junta a fin de que ésta reconsidere o ratifique los acuerdos que motivaron el ejercicio del derecho
  - Con respecto al límite que se fijó como máximo, los porcentajes fijados para Enersis Américas y para Endesa Américas (hasta 10,00% de las acciones) se ubican por sobre los porcentajes fijados en fusiones anteriores en que se incluyó este tipo de condición (dada la estructura de propiedad, el 0,91% fijado para Chilectra Américas no debiera ser relevante)
    - Esto es positivo desde el punto de vista de certeza respecto de la materialización de la Fusión una vez que esta fue acordada, puesto que es más fácil que se cumpla la condición
- Respecto del compromiso de Enel de votar favorablemente la Fusión, nos parece positivo, puesto que otorga mayor grado de certeza a la Fusión y a los Términos y Condiciones de la Fusión ya anunciados
  - Sujetar este compromiso a que antes de la Junta de Fusión no se hayan materializado hechos relevantes sobrevinientes deja el riesgo de mercado en los accionistas que ya aprobaron las Divisiones bajo la expectativa de que la Fusión sería aprobada en los términos planteados
- Respecto del compromiso de Enel en el sentido que, de aprobarse la Fusión, durante un plazo de 5 años, es su intención no realizar o proponer que se realice cualquier otro proceso de reorganización societario que afecte a Enersis Américas, creemos que es una condición difícil de evaluar, dado que es una condición atípica para este tipo de operaciones, que nos parece (i) refleja más bien una situación idiosincrática del Grupo Enersis y (ii) que considerarla positiva (negativa) supondría considerar *a priori* que toda propuesta de reorganización futura será negativa (positiva)



## Introducción y resumen ejecutivo (12/12)

### **Conclusiones**

- Con fecha 6 de mayo de 2016, el Comité de Directores designó a Tyndall como evaluador independiente adicional, para informar a los accionistas de Endesa Américas respecto de las condiciones de la Fusión, sus efectos y su potencial impacto para la Sociedad, en los términos establecidos en el Artículo 147 de la LSA
  
- Basados en, y sujeto a los factores y supuestos incluidos en el presente Informe, concluimos lo siguiente respecto de la Fusión propuesta:
  - Consideramos que la materialización de la Fusión, en los términos y condiciones propuestos, **contribuiría al interés social de Endesa Américas**
  
  - La relación de canje propuesta de 2,8 acciones de Enersis Américas por cada acción de Endesa Américas **se ajusta a las condiciones que prevalecen en el mercado a la fecha del presente Informe**
  
  - Los demás términos y condiciones de la Fusión, resumidos en lo que hemos definido como los Términos y Condiciones de la Fusión, también se ajustan a aquellas que prevalecen en el mercado a la fecha del presente Informe

# Agenda

I.	Introducción y resumen ejecutivo	3
II.	Descripción de la Fusión	16
1.	Antecedentes y descripción de la transacción propuesta	16
2.	Alcance del trabajo de Tyndall	32
III.	Análisis desarrollado por Tyndall	36
1.	Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas	36
2.	Análisis de la Relación de Canje de Referencia	65
3.	Consideraciones respecto de la contribución de la Fusión al interés social	72
4.	Consideraciones adicionales	76
IV.	Conclusiones	82
V.	Apéndice	87

## Antecedentes generales (1/2)

- El 22 de abril de 2015, Enel difundió un acuerdo de su Directorio señalando que éste consideró conveniente que los Directorios de Enersis S.A., Empresa Nacional de Electricidad S.A. y Chilectra S.A. iniciaran el análisis de un eventual proceso de Reorganización Societaria destinado a separar los activos de generación y distribución eléctrica en Chile de aquellos en otros países de América Latina
- La Reorganización Societaria propuesta consiste en una serie sucesiva de transacciones que, miradas en su conjunto, separan los activos no chilenos de Enersis S.A., Empresa Nacional de Electricidad S.A. y Chilectra S.A. y los agrupan en una única sociedad
- Específicamente, la Reorganización Societaria comprende dos pasos: (i) la división de los activos chilenos y no chilenos; y (ii) la reunión en una única sociedad, Enersis Américas, de todos los activos no chilenos
- El primer paso comenzó a materializarse con fecha 18 de diciembre de 2015, cuando las juntas extraordinarias de accionistas de Empresa Nacional de Electricidad S.A., Chilectra S.A., y Enersis S.A. aprobaron las Divisiones . . .
  - La división de Enersis S.A. en dos sociedades:
    - Enersis Américas, continuadora legal de Enersis S.A., que retuvo para sí los activos no chilenos
    - Enersis Chile, nueva sociedad a la que se le asignaron los activos chilenos
  - La división de Empresa Nacional de Electricidad S.A. en dos sociedades:
    - Endesa Chile, continuadora legal de Empresa Nacional de Electricidad S.A.
    - Endesa Américas, nueva sociedad a la que se le asignaron los activos no chilenos
  - La división de Chilectra S.A. en dos sociedades:
    - Chilectra Chile, continuadora legal de Chilectra S.A.
    - Chilectra Américas, nueva sociedad a la que se le asignaron los activos no chilenos
- . . . y concluyó, respecto de los tendedores de acciones, el 21 de abril de 2016, fecha en que se pusieron a disposición de los accionistas de las sociedades divididas los títulos representativos de las acciones resultantes de las Divisiones e iniciaron su transacción en bolsa las acciones de las nuevas sociedades; y el 27 de abril de 2016 respecto de los tenedores de ADRs, fecha en que se declaró la efectividad del Formulario F-6 y se distribuyeron materialmente los ADRs emitidos por Endesa Américas y Enersis Américas

## Antecedentes generales (2/2)

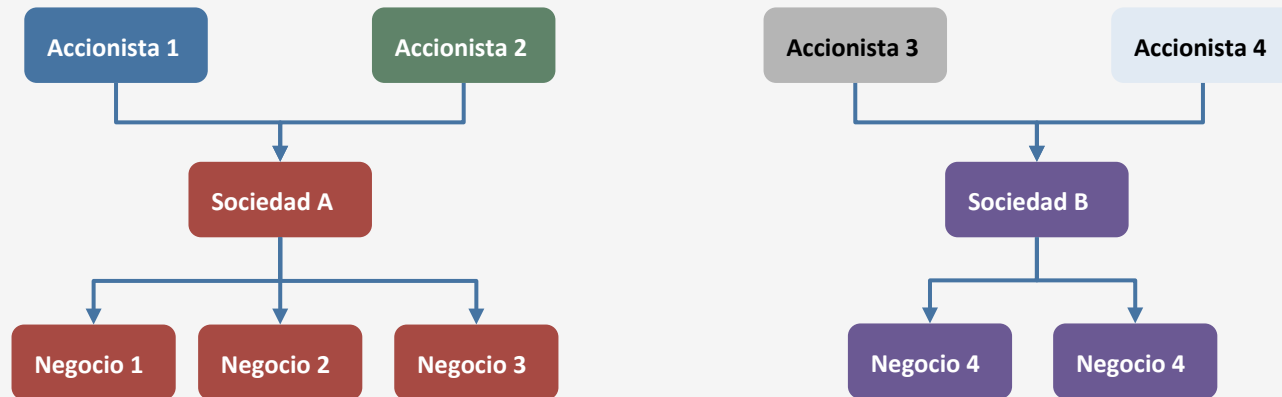
- El segundo paso consiste en la Fusión
- Este paso se inició formalmente el 6 de mayo de 2016, fecha en que las sociedades Enersis Américas, Chilectra Américas y Endesa Américas comunicaron cada una, como hecho esencial, un acuerdo de sus respectivos Directorios de dar inicio formalmente a un proceso de fusión mediante el cual Enersis Américas absorbería por incorporación a Endesa Américas y Chilectra Américas, sociedades estas dos últimas que se disolverían sin liquidación, sucediéndolas la primera en todos sus derechos y obligaciones
- En el caso específico de Endesa Américas, en dicha fecha se informó asimismo lo siguiente:
  - Que siete de los Directores de Endesa Américas (Rafael Fauquie Bernal, Vittorio Vagliasindi, Francesco Buresti, Umberto Magrini, Luca Noviello, Mauro Di Carlo y Loreto Silva Rojas) declararon que fueron elegidos en forma determinante con votos del accionista controlador de Endesa Américas y tener interés en la Fusión “en los términos del Artículo 147 de la Ley de Sociedades Anónimas, y atendido lo dispuesto en la Sentencia de la ltma. Corte de Apelaciones de Santiago de 22 de marzo de 2016”
  - Que se designó como perito independiente de la Sociedad a don Colin Becker para que emita un informe relativo al valor de las sociedades que se fusionan y la relación de canje correspondiente, en los términos y en cumplimiento de lo requerido por el artículo 156 y 158 del Reglamento de Sociedades Anónimas
  - Que se designó como evaluador independiente de Endesa Américas, en la operación de Fusión, al Banco Santander Chile S.A., a efectos de que emita un informe en los términos del artículo 147 de la LSA
  - Que, por su parte, el Comité de Directores de Endesa Américas, en sesión extraordinaria posterior al Directorio, celebrada con esa misma fecha (6 de mayo de 2016) designó a Tyndall como evaluador independiente adicional para asistir en la operación de Fusión con Enersis Américas

# Procedimiento de fusión de dos o más sociedades anónimas

- La fusión de sociedades anónimas consiste en la reunión de dos o más sociedades en una sola que las sucede en todos sus derechos y obligaciones y a la cual se incorporan la totalidad del patrimonio y accionistas de las entidades fusionadas
- En la práctica, una fusión entre dos o más sociedades anónimas importa el aumento de capital de una sociedad (la sobreviviente) que se paga con el patrimonio de la o las sociedades a ser absorbidas, sociedad o sociedades que se disuelven sin necesidad de proceder a su liquidación
  - En una fusión, las nuevas acciones que emite la absorbente son distribuidas directamente por el Directorio entre los accionistas de la o las sociedades absorbidas conforme a la relación de canje aprobada en la junta extraordinaria de accionistas que aprobó la fusión (no hay opción preferente para suscribir las nuevas acciones)
- Desde un punto de vista económico, lo relevante es la valorización relativa de los patrimonios de las empresas a ser fusionadas, puesto que a partir de dicha valorización relativa se establece la relación de canje de acciones
- La fusión de sociedades anónimas es un procedimiento regulado por el Artículo 99 de la LSA, complementado por los artículos 155 a 159 del Reglamento de la LSA
  - La fusión es de aquellas materias que sólo pueden ser decididas por los accionistas de la sociedad, reunidos en junta extraordinaria
  - La adopción del acuerdo de fusión requiere del voto favorable de 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto y su aprobación es de aquellas materias que otorga a los accionistas disidentes “derecho a retiro”
  - Además de la fusión misma, en la junta extraordinaria de accionistas se deben aprobar:
    - Los balances auditados de las sociedades que participan en la fusión, que se utilizarán para la fusión
    - El informe de un perito designado por el Directorio de la sociedad que informe sobre el valor de las sociedades que se fusionan y la relación de canje de las acciones correspondientes
      - Este informe deberá, además, incluir el balance pro-forma que represente a la sociedad absorbente, presentando la suma de las cuentas de activo, pasivo y patrimonio de las sociedades que se fusionan **(en todo caso, corresponde a los accionistas acordar libremente cuál será la relación de canje)**
    - Los estatutos de la sociedad absorbente
  - Al aprobarse la fusión se puede acordar que ésta quede sujeta a plazo o condición
  - Se considera como fecha de la fusión aquella en que surte efecto la aprobación de la fusión, pero cuando la fusión se sujeta a una condición, se entiende que ella surte efecto una vez cumplida la condición
  - Una vez que la fusión surte efecto, el Directorio de la sociedad absorbente debe distribuir directamente las nuevas acciones entre los accionistas de las absorbidas, conforme a la relación de canje aprobada en la junta extraordinaria de accionistas que aprobó la fusión

## Ejemplo ilustrativo

### Situación previa a la fusión (A absorbe a B)



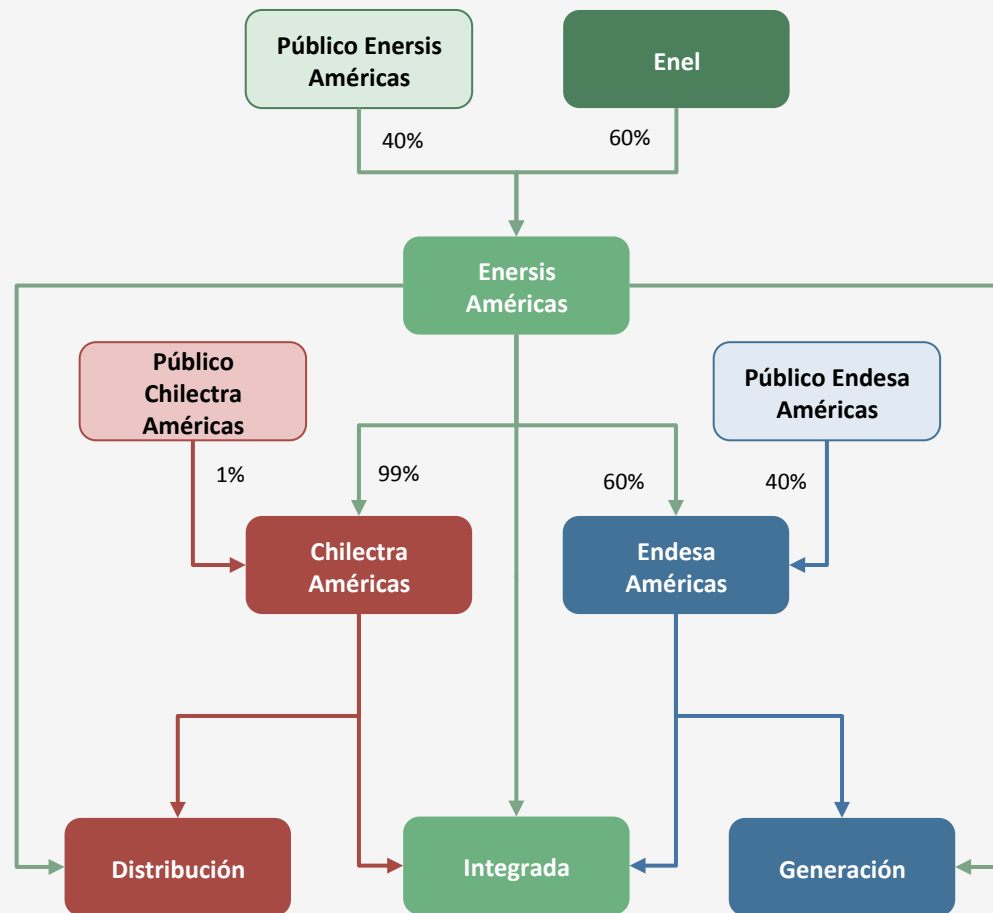
### Situación posterior a la fusión (A absorbe a B)



- Los accionistas de A y B acuerdan fusionar ambas sociedades (A absorbe a B)
- La sociedad A emite nuevas acciones para ser entregadas a los accionistas de B, conforme a la relación de canje acordada
- B se disuelve
- Todos los activos y pasivos de B pasan a ser de A, sin necesidad de liquidar B
- Todos los accionistas de B pasan a ser accionistas de A

# La Fusión objeto del presente Informe presenta características que hacen más complejo el análisis

## Fusión entre matriz y filiales



- La absorbente (Enersis Américas) ya es accionista de las absorbidas (Endesa Américas y Chilectra Américas)
  - El patrimonio de Enersis Américas ya contiene parte del patrimonio de Endesa Américas y Chilectra Américas
- Enel controla Enersis, sociedad que a su vez controla Endesa Américas y Chilectra Américas
  - Si bien Enel controla Enersis Américas y ésta controla Endesa Américas con menos de 2/3 de las acciones, ambas controlan la mayoría de los respectivos Directorios
  - Por ello, además de las normas sobre fusión, a la Fusión se le aplican las normas del Título XVI de la LSA
- Además de poseer acciones de Endesa Américas y Chilectra Américas, Enersis Américas posee participación en sociedades en las que participan Endesa Américas y Chilectra Américas, y las tres comparten propiedad en Enel Brasil
  - Esto genera grados de circularidad en la valorización relativa

# Términos y Condiciones de la Fusión (1/5)

## La Fusión propiamente tal (1/4)

### 1 Tipo de fusión

- Enersis Américas absorbería por incorporación a Endesa Américas y Chilectra Américas
- Endesa Américas y Chilectra Américas, por tanto, se disolverían, sin procederse a su liquidación
- Enersis Américas sucedería a Endesa Américas y Chilectra Américas en todos sus derechos y obligaciones
- Salvo aquellos accionistas disidentes que ejerzan su derecho a retiro en conformidad a la ley, todos los accionistas de Endesa Américas y Chilectra Américas se incorporarían directamente como accionistas de Enersis Américas según la relación de canje que se acuerde

### 2 Condiciones suspensivas a que se sujeta la materialización de la Fusión (las “**Condiciones de Derecho a Retiro**”)

- Que el derecho a retiro que eventualmente ejerzan los accionistas de Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas con motivo de la Fusión no exceda
  - Hasta 10,00% de las acciones emitidas con derecho a voto, en el caso de Enersis Américas
  - Hasta 10,00% de las acciones emitidas con derecho a voto, en el caso de Endesa Américas
  - Hasta 0,91% de las acciones emitidas con derecho a voto, en el caso de Chilectra Américas
- El límite máximo de ejercicio de derecho a retiro en el caso de Endesa Américas se fijó originalmente en 6,73%. Mediante hecho esencial de fecha 17 de diciembre de 2015, el Directorio de Enersis S.A. elevó dicho límite a 7.72%, pero condicionando dicho incremento a que no tenga como consecuencia que algún accionista supere el límite máximo de concentración accionaria del 65% en Enersis Américas después de formalizada la Fusión. El 1 de agosto de 2016, la administración de Enersis Américas informó que está previsto que los Directorios de Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas en las sesiones del 5 de agosto propongan facilitar la condición suspensiva de la Fusión relativa al límite máximo del derecho a retiro en Endesa Américas, 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 Enersis Américas
- Por tanto, las Condiciones de Derecho a Retiro serían (i) que el derecho a retiro que eventualmente ejerzan los accionistas no exceda los porcentajes indicados de las acciones emitidas con derecho a voto para cada sociedad; y (ii) que el ejercicio del derecho a retiro no tenga como consecuencia que algún accionista supere el límite máximo de concentración accionaria del 65% en Enersis Américas después de formalizada la Fusión



# Términos y Condiciones de la Fusión (2/5)

## La Fusión propiamente tal (2/4)

### 3 Aumento de capital

- Para materializar la Fusión se aumentaría el capital de Enersis Américas, emitiéndose nuevas acciones
- Este aumento de capital se enteraría con cargo a la incorporación del patrimonio de las sociedades absorbidas (Endesa Américas y Chilectra Américas)
- Las nuevas acciones de Enersis Américas emitidas se destinarían íntegramente a ser distribuidas a los accionistas de Endesa Américas y Chilectra Américas, excluidos los de Enersis Américas (por cuanto es la sociedad absorbente en la Fusión y, en tal calidad, es accionista de las sociedades absorbidas) en la proporción que les corresponda de acuerdo a la relación de canje que se acuerde

### 4 Inscripción de acciones en el Registro de Valores y Bolsas de Valores

- Se procederá a inscribir las nuevas acciones de Enersis Américas que se emitan en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros (la “SVS”) y en las bolsas de valores en las cuales se transen las acciones de Enersis Américas
- Si bien no se informó expresamente en la Junta de División, entendemos que los tenedores de ADRs de Endesa Américas recibirán nuevos ADRs de Enersis Américas, para lo cual, las nuevas acciones que se emitan con ocasión del aumento de capital también se registrarían, en la forma de *American Depositary Shares*, ante la *Securities and Exchange Commission* (la “SEC”); se incorporarían en el respectivo programa de ADRs de Endesa Américas; y se listarían en la *New York Stock Exchange* (la “NYSE”)

### 5 Relación de canje

- La relación de canje que se utilice para determinar el número de nuevas acciones de Enersis Américas a ser emitidas y entregadas a los accionistas de Endesa Américas y Chilectra Américas será aquella que fijen las juntas de accionistas que aprueben la Fusión
- Sin perjuicio de lo anterior, dando cumplimiento al Oficio Ordinario No 15.452 del 20 de julio de 2015 de la SVS, que indicó la necesidad que el Directorio de cada una de las sociedades involucradas en las Divisiones se pronunciara sobre todos y cada uno de los aspectos relevantes del proceso de Reorganización Societaria, entre ellas la relación de canje y el porcentaje estimativo que debiesen alcanzar los accionistas minoritarios dentro del futuro proceso de fusión, en la Junta de División se indicó que el accionista controlador propondrá en la fecha en que se materialice la junta de accionistas de Endesa Américas llamada a pronunciarse sobre la Fusión, una ecuación de canje consistente con los rangos votados en su oportunidad por los Directorios de Empresa Nacional de Electricidad S.A., Enersis S.A. y Chilectra S.A. **de 2,8 acciones de Enersis Américas por cada acción de Endesa Américas y de 5,0 acciones de Enersis Américas por cada acción de Chilectra Américas.** De acuerdo a lo informado por la administración de Enersis Américas el 1 de agosto de 2016, será sometida a consideración del Directorio de Enersis Américas en la sesión del 5 de agosto de 2016 el **ajuste de la ecuación de canje de Chilectra Américas desde 5,0 acciones de Enersis Américas por cada acción de Chilectra Américas, a 4,0 acciones de Enersis Américas por cada acción de Chilectra Américas**
- Según lo informado en la Junta de División, esta ecuación de canje equivaldría a una **participación del 15,75%** en Enersis Américas para los accionistas minoritarios de Endesa Américas

# Términos y Condiciones de la Fusión (3/5)

## La Fusión propiamente tal (3/4)

### 6 Derecho a retiro

- El valor por acción a pagar a aquellos accionistas que ejerzan su derecho a retiro se calculará y aplicará considerando que las sociedades resultantes de la división tendrán presencia bursátil
- Considerando lo anterior, el valor a pagar a aquellos accionistas que ejerzan su derecho a retiro será el promedio ponderado de las transacciones bursátiles de la acción de Endesa Américas durante el período de 60 días hábiles bursátiles comprendidos entre el trigésimo y el nonagésimo día hábil bursátil anterior (**“Período de Cálculo de Precio de Derecho a Retiro”**) a la fecha de la junta de accionistas en que se acuerde la Fusión (la **“Junta de Fusión”**)

### 7 Fecha en que la Fusión surtirá efecto

- La Fusión tendría efecto a partir del primer día del mes calendario siguiente a aquel en que se otorgue la Escritura de Cumplimiento de Condiciones de la Fusión (la **“Fecha de Materialización de la Fusión”**)

### 8 Efectos de la Fusión

- Incorporación a Enersis Américas de la totalidad del patrimonio (activos y pasivos) de Endesa Américas y Chilectra Américas, sucediendo la primera a las segundas en todos sus derechos y obligaciones
- Incorporación a Enersis Américas de la totalidad de los accionistas de Endesa Américas y Chilectra Américas en la proporción determinada por la relación de canje, excepto aquellos accionistas que hubieren ejercido su derecho de retiro en conformidad a la ley
- Enersis Américas se hará solidariamente responsable y se obligará a pagar los impuestos que correspondan, de conformidad a los respectivos balances de término de giro que deberá confeccionar cada una de Endesa Américas y Chilectra Américas, en virtud de lo dispuesto en el artículo 69 del Código Tributario
- Endesa Américas y Chilectra Américas se disolverán de pleno derecho a la medianoche del día anterior a la Fecha de Materialización de la Fusión, disolución que se producirá sin que sea necesaria su liquidación
- Se modificarán los estatutos de Enersis Américas con el objeto de aumentar su capital en la cantidad correspondiente al patrimonio de las sociedades absorbidas, enterándose dicho aumento de capital con cargo a la incorporación del patrimonio de las sociedades absorbidas y distribuyéndose las acciones provenientes de este aumento de capital entre los accionistas de las sociedades absorbidas, que se incorporarán como nuevos accionistas a Enersis Américas, en proporción a sus respectivas participaciones accionarias
- Corresponderá dar cuenta de los acuerdos correspondientes a las operaciones con partes relacionadas a que se refiere el Título XVI de la LSA celebradas durante el período transcurrido desde la última junta de accionistas

# Términos y Condiciones de la Fusión (4/5)

## La Fusión propiamente tal (4/4)

### 8 Efectos de la Fusión (continuación)

- Una vez emitidas e inscritas las nuevas acciones de Enersis Américas en el Registro de Valores y en las bolsas de valores, el Directorio de Enersis Américas procederá a asignarlas y actualizar su registro de accionistas a la medianoche del día anterior a la Fecha de Materialización de la Fusión, considerando para este efecto a los accionistas que se encuentren inscritos en los registros de accionistas de Endesa Américas y Chilectra Américas a dicha fecha y los traspasos, transferencias y transmisiones de acciones debidamente cursadas que hubieren sido presentadas a Endesa Américas y Chilectra Américas con anterioridad a la misma y que todavía no se hubieren inscrito
- El canje material de los nuevos títulos accionarios de Enersis Américas por los títulos de acciones emitidos por Endesa Américas y Chilectra Américas se efectuará una vez que se haya procedido a la inscripción de las acciones de Enersis Américas en el Registro de Valores de la SVS y en las bolsas de valores en las cuales transen las acciones de Enersis Américas, a partir de la fecha acordada por el Directorio de Enersis Américas y que será informada mediante la publicación de un aviso en forma destacada por a lo menos una vez en el diario en que deben realizarse las citaciones a junta de accionistas de Enersis Américas
- A partir de la fecha del canje material, los títulos de Endesa Américas y Chilectra Américas quedarán sin valor y efecto, debiendo sus accionistas entregarlos a Enersis Américas para ser inutilizados
- A partir de la fecha del canje material, también dejarán de transarse en las bolsas de valores correspondientes las acciones de Endesa Américas y Chilectra Américas, las cuales serán reemplazadas por acciones de Enersis Américas

Fuente: Términos y condiciones expuestos en los puntos Primero y Décimo Primero de la Tabla de la Junta de División; hechos esenciales de Enersis S.A. (hoy Enersis Américas) de fechas 24 de noviembre de 2015 y 17 de diciembre de 2015.

# Términos y Condiciones de la Fusión (5/5)

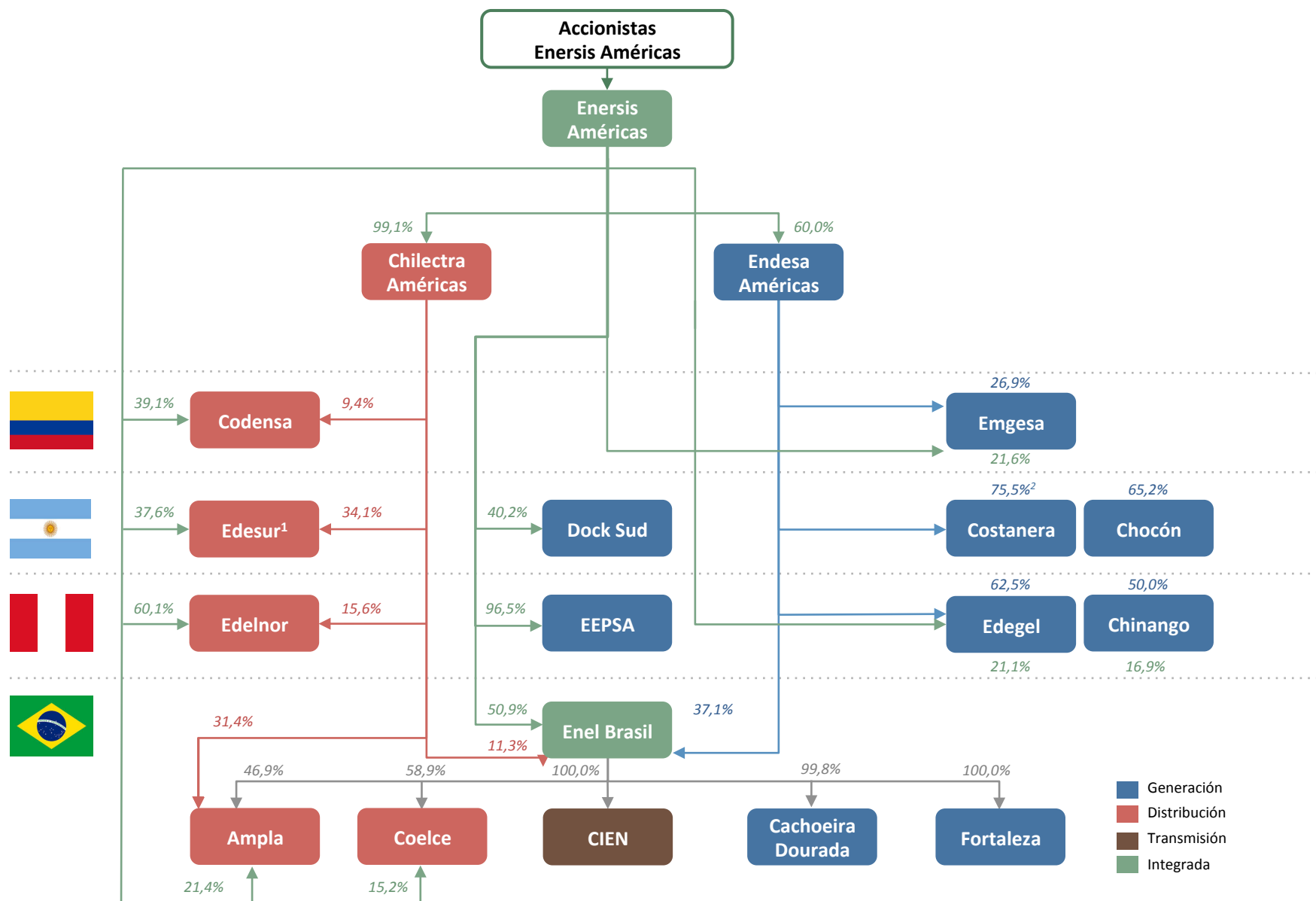
## La OPA

9 Con la finalidad de proponer un mecanismo que contribuya a asegurar a los accionistas minoritarios de Endesa Américas un precio mínimo a valores de mercado de esa fecha para sus acciones y a mitigar el riesgo de que la Fusión no tenga lugar, el Directorio de Enersis S.A. (hoy Enersis Américas) acordó anunciar que, siempre que llegaran a ser efectivas las Divisiones (condición que ya se verificó) y salvo que se produjeran hechos sobrevinientes adversos significativos que lo desaconsejasen desde el punto de vista del interés social (de Enersis Américas), es intención de Enersis (hoy Enersis Américas) presentar la OPA, en los siguientes términos:

- **Porcentaje a ser adquirido: hasta el 40,02% de Endesa Américas**
  - La OPA será dirigida a la totalidad de las acciones y ADRs emitidos por Endesa Américas que no sean de propiedad de Enersis Américas
  - Dado que con posterioridad a las Divisiones se estima que Enersis Américas será propietaria de un 59,98% de las acciones emitidas por Endesa Américas, la OPA será por hasta el 40,02% del capital social de Endesa Américas
- **Precio de la OPA: 285 pesos chilenos por acción de Endesa Américas**
- **Condiciones de la OPA:**
  - **La aprobación de la Fusión** por parte de las juntas extraordinarias de accionistas de Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas
  - Que **se cumplan las Condiciones de Derecho a Retiro**
  - Los demás términos y condiciones que serán oportunamente detallados al tiempo de formular la OPA

Fuente: Términos y condiciones expuestos en los puntos Primero y Décimo Primero de la Tabla de la Junta de División; hechos esenciales de Enersis S.A. (hoy Enersis Américas) de fechas 24 de noviembre de 2015 y 17 de diciembre de 2015.

## Estructura simplificada de Enersis Américas pre-Fusión



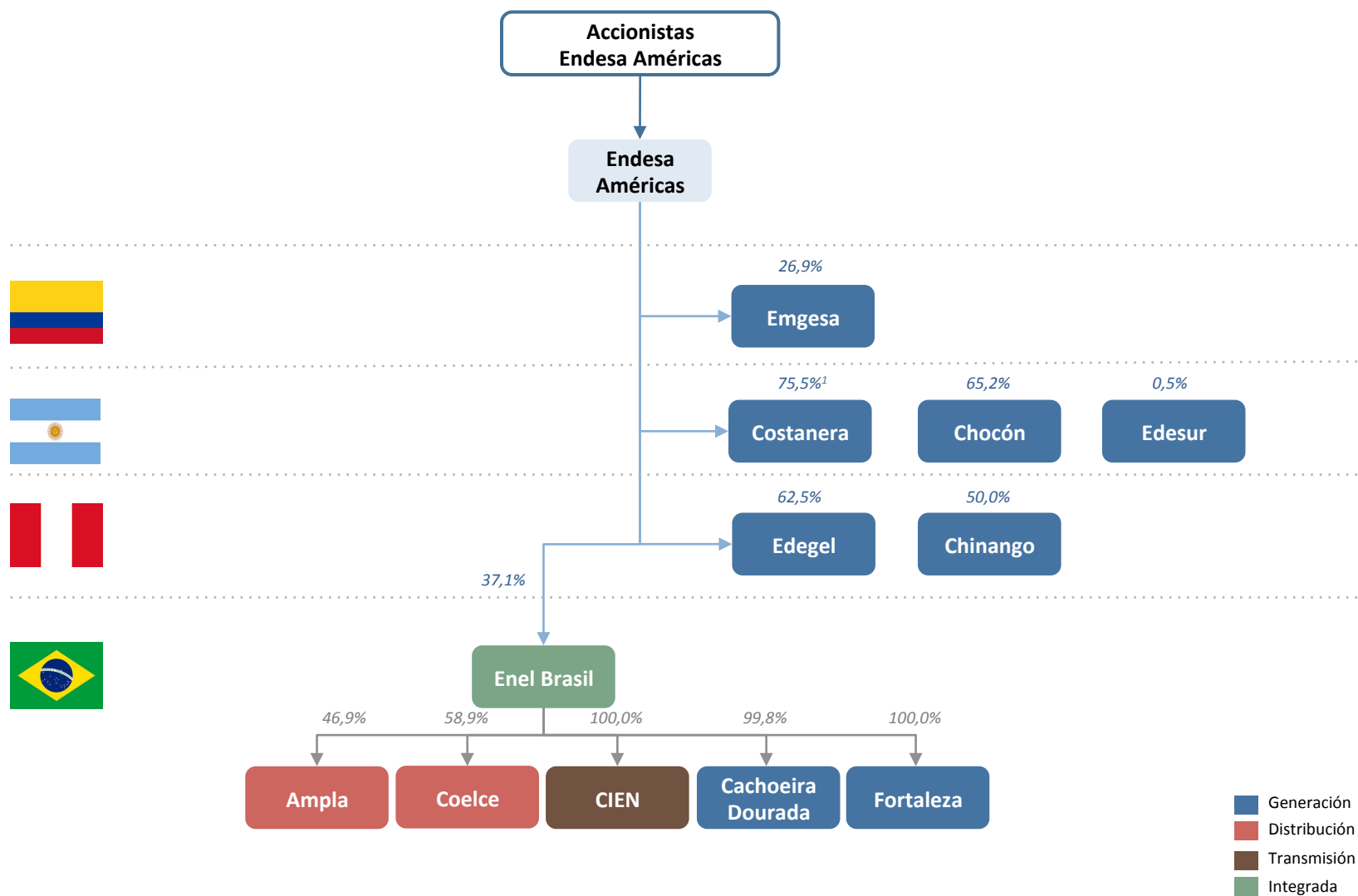
Fuente: Información entregada por Enersis Américas y Endesa Américas

Nota: Estructura simplificada. Porcentajes representan participación económica directa e indirecta

<sup>1</sup> Endesa Américas tiene una participación directa de 0,5% sobre Edesur no incluida en la estructura simplificada

<sup>2</sup> Endesa Chile tiene una participación de 0,2% sobre Costanera a través de Celta, la cuál no fue incluida en la estructura

## Estructura simplificada de Endesa Américas pre-Fusión

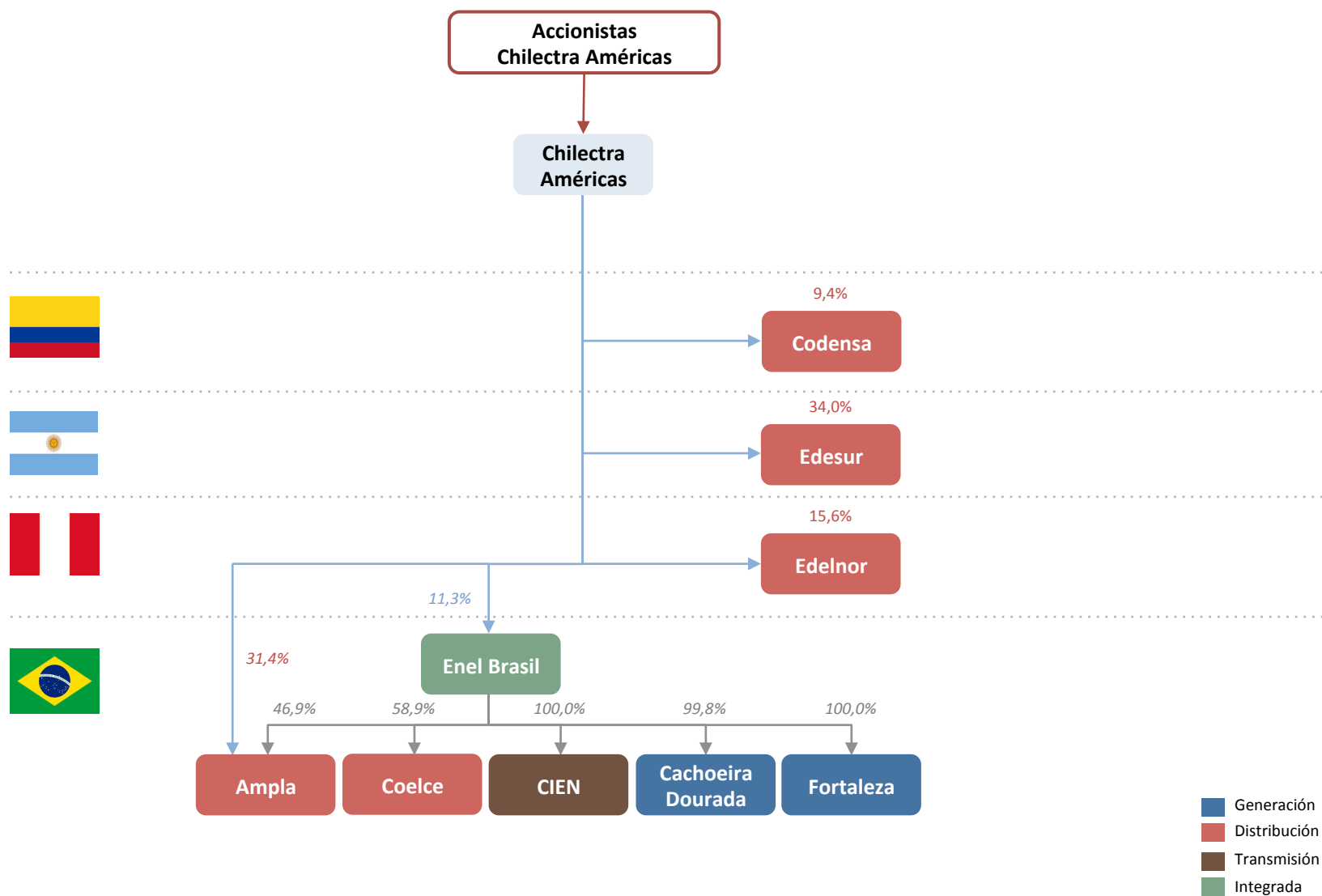


Fuente: Información entregada por Enersis Américas y Endesa Américas

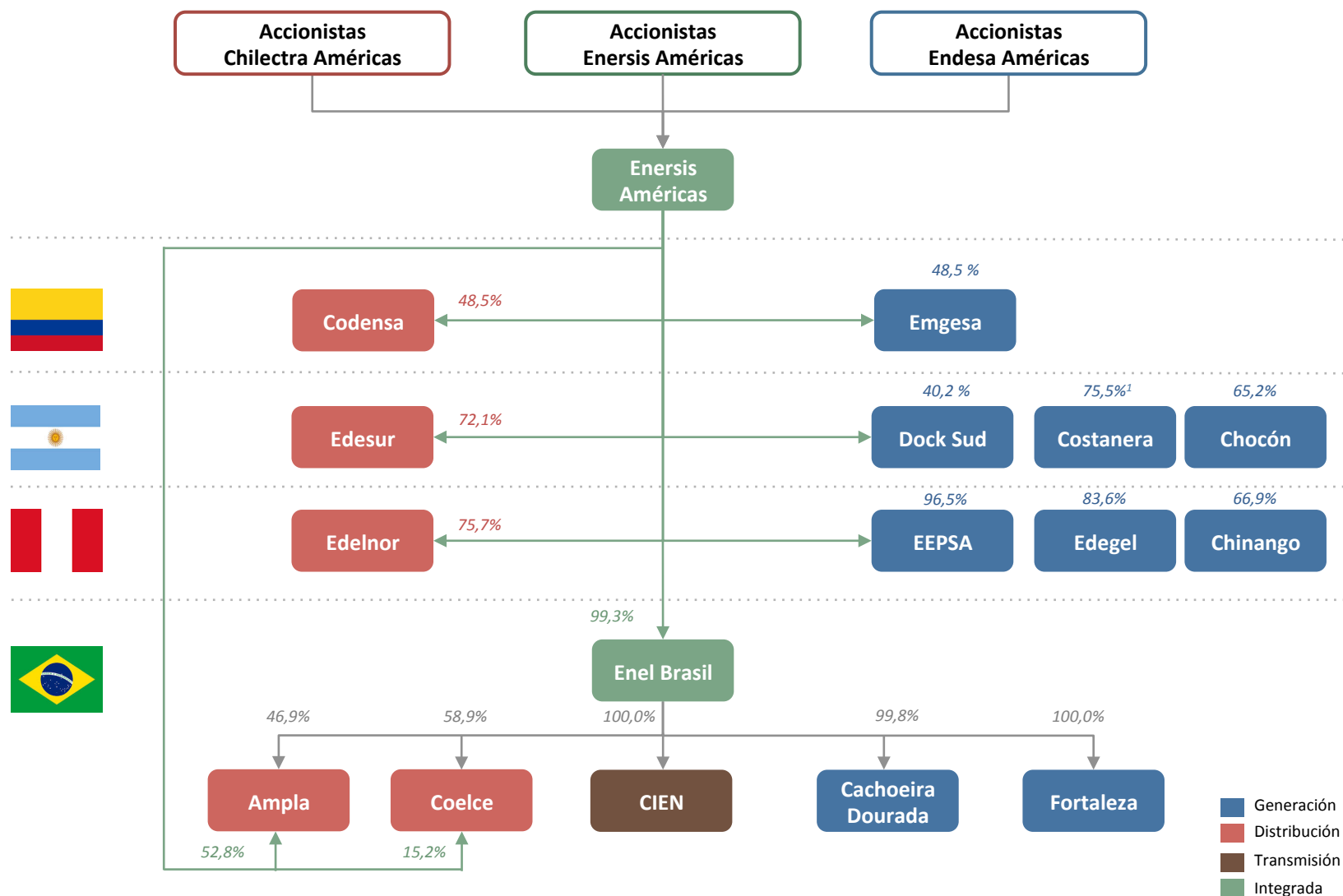
Nota: Estructura simplificada. Porcentajes representan participación económica directa e indirecta

<sup>1</sup> Endesa Chile tiene una participación de 0,2% sobre Costanera a través de Celta, la cuál no fue incluida en la estructura

## Estructura simplificada de Chilectra Américas pre-Fusión



# Estructura pro-forma simplificada de Enersis Américas una vez materializada la Fusión (“Enersis Américas Pro-forma”)



Fuente: Información entregada por Enersis Américas y Endesa Américas

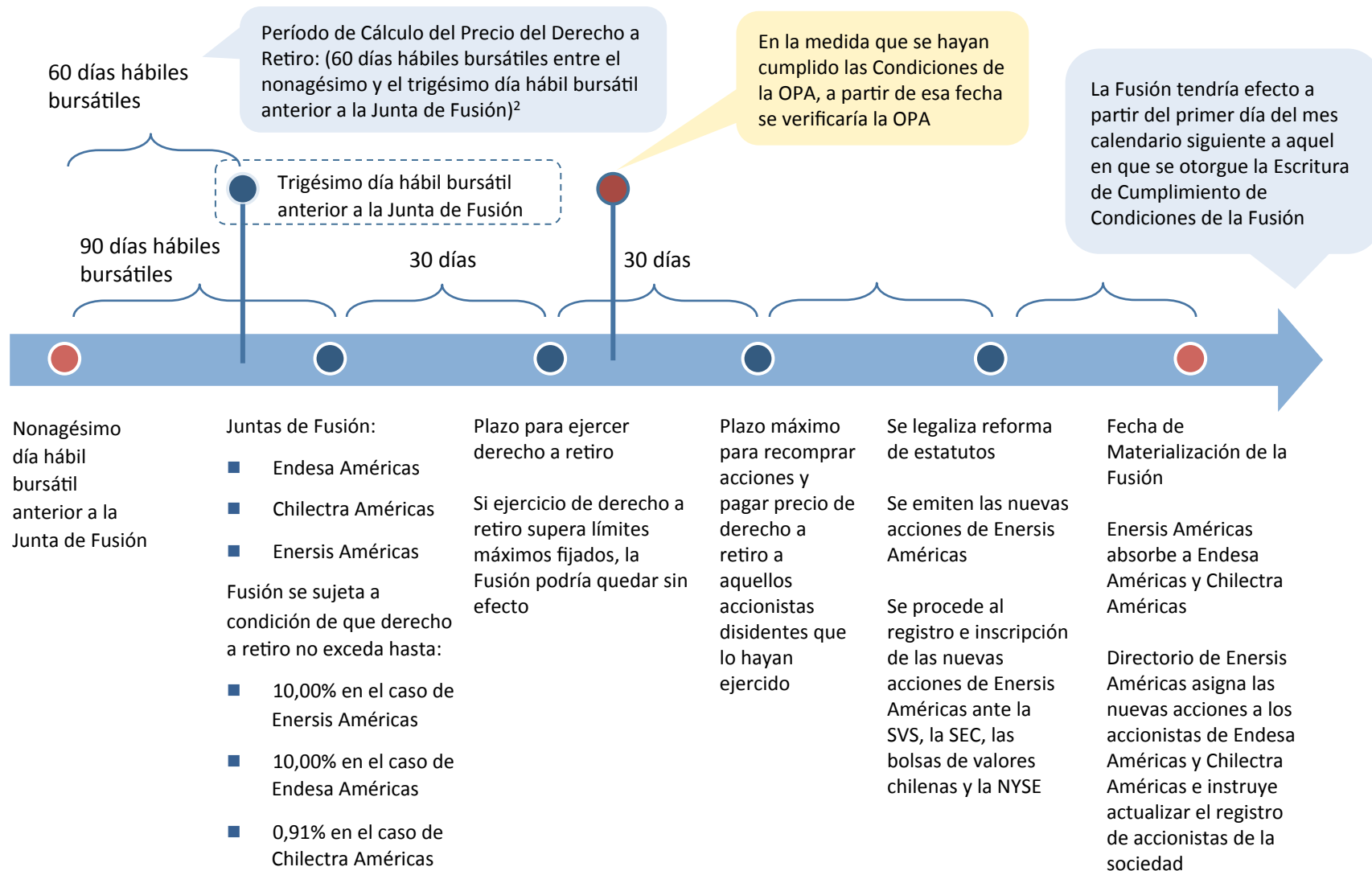
Nota: Estructura simplificada. Porcentajes representan participación económica directa e indirecta

<sup>1</sup> Endesa Chile tiene una participación de 0,2% sobre Costanera a través de Celta, la cuál no fue incluida en la estructura



## Secuencia de eventos

## Calendario illustrativo<sup>1</sup>



Fuente: LSA

<sup>1</sup> Plazos son muy sensibles a comentarios que puedan formular a las respectivas solicitudes de registro la SVS o la SEC así como a la oportuna y satisfactoria respuesta a dichos comentarios

<sup>2</sup> Mayor detalle respecto a la metodología de cálculo del precio del ejercicio a retiro en la página 94

# Agenda

I.	Introducción y resumen ejecutivo	3
II.	Descripción de la Fusión	16
1.	Antecedentes y descripción de la transacción propuesta	16
2.	Alcance del trabajo de Tyndall	32
III.	Análisis desarrollado por Tyndall	36
1.	Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas	36
2.	Análisis de la Relación de Canje de Referencia	65
3.	Consideraciones respecto de la contribución de la Fusión al interés social	72
4.	Consideraciones adicionales	76
IV.	Conclusiones	82
V.	Apéndice	87

## Alcance del trabajo de Tyndall

- El Comité designó a Tyndall como evaluador independiente adicional para informar a los accionistas respecto de las condiciones de la Fusión, sus efectos y su potencial impacto para Endesa Américas en los términos previstos en el Artículo 147 de la LSA
- Por encargo del Comité, Tyndall consideró los siguientes aspectos en el presente Informe:
  - Una descripción de las condiciones de la operación;
  - Un análisis de los efectos y potenciales impactos de la operación para Endesa Américas, incluyendo:
    - Si la Fusión contribuye al interés social de Endesa Américas; y
    - Si la Fusión se ajusta en términos y condiciones a aquéllas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación
  - Análisis de los Términos y Condiciones de la Fusión, incluyendo la OPA
- En cuanto a la metodología seguida por Tyndall, a continuación se resumen los principales análisis realizados:
  - Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas conforme a diferentes metodologías
  - Análisis de contribución relativa de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas en la Fusión
  - Valorización Pro-forma de Enersis Américas
  - Análisis de Creación de Valor, contrastando la situación de los accionistas de Endesa Américas “con” y “sin” Fusión, considerando la Relación de Canje de Referencia

Hacemos presente que el análisis de opciones alternativas o modificaciones a la Fusión no forma parte del encargo formulado a Tyndall, y, por tanto, no está incluido en el Informe

# Información disponible para el análisis (1/2)

Tyndall tuvo acceso a la siguiente información para la preparación del Informe:

- *Data Room*, donde se incluyó, entre otra, la siguiente información:
  - Información provista para análisis de Reorganización Societaria de octubre de 2015
  - Reportes de analistas de mercado
  - Presentaciones corporativas sobre los efectos tributarios de la Fusión
  - Supuestos macroeconómicos utilizados por la administración para preparar sus proyecciones
  - Proyecciones 2016-2020 a nivel de compañías operativas (las “**Proyecciones Financieras**”)
    - De acuerdo a lo informado, las Proyecciones Financieras corresponden a un ejercicio de planificación estratégica que incluye los efectos de la Fusión
    - No se entregaron proyecciones correspondientes a un “caso base” que excluya los efectos asociados a la Fusión
  - Criterios propuestos para extensiones de las Proyecciones Financieras en los casos en que las características del activo lo ameritan
- Reuniones con la administración y asesores de Endesa Américas y Enersis Américas, con la finalidad de revisar los supuestos conforme a los cuales se realizaron las Proyecciones Financieras y aclarar otros aspectos relevantes de la Fusión, donde destacan las siguientes reuniones:
  - *Management presentation* realizada el 10 de junio de 2016, en la que las administraciones de las compañías operativas de Argentina, Brasil, Colombia y Perú presentaron el escenario económico y regulatorio que enfrentan, su plan de negocios para el período 2016-2020, y las principales modificaciones de este último respecto a la versión utilizada para el análisis de las Divisiones
  - Reuniones (presenciales y llamadas) con el equipo de Enersis Américas encargado de las proyecciones operacionales de la compañía, liderado por el Sr. Oscar Castillo
  - Reuniones (presenciales y llamadas) con los Sres. Raúl Arteaga, Gerente de Finanzas de Endesa Américas y Mauricio Poblete, Subgerente de Planificación y Control de Enersis Américas
  - Reunión con el Sr. Marcos Cruz realizada el 13 de junio de 2016 para revisar los potenciales efectos tributarios de la Fusión
  - Llamadas con el equipo de Enersis Américas encargado de la operación de las compañías en Perú
  - Llamadas con el equipo de Enersis Américas encargado de la operación de Edesur
  - Reuniones (presenciales y llamadas) con el asesor financiero de Endesa Américas
  - Reuniones con el Comité
- Información pública respecto a Enersis Américas, Endesa Américas, Chilectra Américas, otras compañías de generación, transmisión y distribución eléctrica, e información respecto a los mercados en que participan las compañías objeto de la Fusión

## Información disponible para el análisis (2/2)

Se deja constancia que el análisis encargado a Tyndall no contempla un *due diligence* de la información puesta a disposición por las administraciones de Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas o por sus asesores. Por lo tanto, las Proyecciones Financieras y los supuestos que las sustentan, la estimación de las consecuencias legales y tributarias de la Fusión, y toda otra información recibida que fue utilizada como base para el análisis de Tyndall, no fueron verificadas en forma independiente por Tyndall en cuanto a su veracidad, exactitud, integridad, suficiencia, consistencia, precisión o razonabilidad

- Independiente de lo señalado en el punto anterior, Tyndall analizó en detalle la información proporcionada y comunicó oportunamente sus dudas y comentarios a Endesa Américas y Enersis Américas. En particular, se coordinaron reuniones y presentaciones con las distintas áreas técnicas de Endesa Américas y Enersis Américas para analizar la información entregada y aclarar dudas, y se realizó un intercambio de más de 100 preguntas y respuestas por los canales establecidos por Endesa Américas y Enersis Américas para estos efectos

# Agenda

I.	Introducción y resumen ejecutivo	3
II.	Descripción de la Fusión	16
1.	Antecedentes y descripción de la transacción propuesta	16
2.	Alcance del trabajo de Tyndall	32
III.	Análisis desarrollado por Tyndall	36
1.	Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas	36
2.	Análisis de la Relación de Canje de Referencia	65
3.	Consideraciones respecto de la contribución de la Fusión al interés social	72
4.	Consideraciones adicionales	76
IV.	Conclusiones	82
V.	Apéndice	87

## Introducción al análisis realizado por Tyndall (1/2)

Como se anticipó en la Introducción y resumen ejecutivo, para determinar si la Fusión contribuye al interés social de Endesa Américas y se ajusta en precio, términos y condiciones a aquellas operaciones que prevalecen en el mercado al tiempo de su aprobación, es necesario realizar los siguientes análisis:

- 1 Estimar lo que hemos denominado los Valores Independientes de Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas, esto es, estimar por separado el valor de cada una de las entidades que se fusionarían
  - Estas tres entidades son sociedades de inversión chilenas con participaciones en compañías operativas que desarrollan sus actividades en negocios (particularmente en el caso de Enersis Américas) de distinta naturaleza (generación, distribución y transmisión) y en distintos países (Argentina, Brasil, Colombia y Perú), por tanto, participan simultáneamente en negocios con características y perfiles de riesgo / retorno diferentes
  - Por tanto, para estimar el Valor Independiente de Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas se realizó lo que se denomina una valorización por “suma-de-las-partes”
    - Se valorizan en forma separada cada uno de los negocios o sociedades operativas
      - Proyección de flujo de caja, supuestos de valor terminal y tasas de descuento que reflejen las características y perfiles de riesgo de cada operación, en el caso de valorización por flujo de caja descontado
      - Conjuntos separados de empresas “comparables”, en el caso de valorización por múltiplos
    - A partir de los valores “empresa” o “firma” obtenidos, se derivan los valores de patrimonio de cada negocio restando la deuda neta y el interés minoritario, y sumando otros activos netos<sup>1</sup>, de haberlos
    - Se determina el valor proporcional que le corresponde a cada sociedad de inversión o “matriz” en el patrimonio de los respectivos negocios o sociedades operativas
    - Se valoriza el gasto anual de la respectiva matriz
    - Se considera la deuda neta y otros activos netos<sup>1</sup> no incluidos en la determinación del valor del patrimonio de las operativas
    - Se realiza una suma de todas las partes para estimar el valor de la matriz o valor neto de sus activos

<sup>1</sup> Incluidos en la definición de *Equity Bridge* que entregaron las compañías, detallado en la página 50

## Introducción al análisis realizado por Tyndall (2/2)

- 2 Determinar la Contribución Relativa de cada una de las tres entidades a la entidad fusionada
  - Valor (relativo) de lo que contribuye cada grupo de accionistas a la entidad fusionada
- 3 Estimar el valor pro-forma de Enersis Américas ya fusionada (**Valorización Pro-forma**)
  - La metodología para estimar el valor de Endesa Américas debiera ser sumar los Valores Independientes contribuidos + sinergias de la Fusión – costos de la Fusión
  - Sin embargo, dado que las Proyecciones Financieras ya incorporan los efectos de la Fusión, para obtener la Valorización Pro-forma se sumaron los Valores Independientes contribuidos
- 4 Contrastar la situación de los accionistas de Endesa Américas “con” y “sin” Fusión
  - Valor de la participación de accionistas de Endesa Américas en Enersis Américas Pro-forma comparado con el valor de Endesa Américas sin Fusión
  - Dado que no se cuenta con información para estimar el valor de Endesa Américas sin Fusión, se realizó un análisis cualitativo respecto a los potenciales efectos que tendría la no realización de la Fusión sobre nuestra valorización de Endesa Américas y sobre el precio de su acción



# Introducción a la estimación de los Valores Independientes de Enersis Américas, Chilectra Américas y Endesa Américas

- Como se indicó, para estimar los Valores Independientes de Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas Tyndall realizó una valorización por suma-de-las-partes de las tres compañías
- Para estimar el “valor de las partes” a ser incluidos en la suma-de-las-partes se utilizaron dos metodologías de valorización
  - Descuento de flujo de caja
    - Se realizó un análisis de descuento de flujo de caja de los distintos negocios y sociedades operativas basado en las Proyecciones Financieras entregadas por las administraciones de Endesa Américas, en el caso de los negocios de generación, y de Enersis Américas, en el caso de los negocios de distribución y transmisión
  - Valorización por múltiplos de mercado de compañías comparables
    - Basado en las estimaciones de EBITDA de los distintos negocios y sociedades operativas contenidas en las Proyecciones Financieras
- Adicionalmente, a modo de referencia, también se consideraron:
  - El valor de mercado (valor de la capitalización bursátil) de Enersis Américas y Endesa Américas
    - Al analizar los precios de mercado de Enersis Américas y Endesa Américas, sin embargo, se debe tener en cuenta que estas dos compañías comenzaron a transar en bolsa con fecha 21 de abril de 2016 y que, por tanto, sus respectivos precios se encuentran “afectados” por los Terminos y Condiciones de la Fusión dados a conocer en la Junta de División de fecha 18 de diciembre de 2015
  - Las estimaciones de valor realizadas por analistas de mercado de bancos de inversión y corredoras de bolsa que cubren las distintas compañías
    - Al igual que los precios de mercado, las estimaciones de valor realizadas por los analistas de mercados pueden estar “afectadas” por los ya anunciados Términos y Condiciones de la Fusión

# Detalles operacionales de las compañías pertenecientes al Grupo Enersis incluidas en el análisis de valorización





## Resumen de las principales compañías operativas por negocio

Gx	Compañía	País	Tecnología	Capacidad (MW)
	Chocón	Argentina	Hidro	1.328
	Costanera	Argentina	Termo	2.324
	Dock Sud	Argentina	Termo	870
	Cachoeira	Brasil	Hidro	665
	Fortaleza	Brasil	Termo	322
	Emgesa	Colombia	Hidro/Termo	3.059
	Edegel	Perú	Hidro/Termo	1.480
	Chinango	Perú	Hidro	194
	EEPSA	Perú	Termo	297
Dx	Compañía	País	Ciudad/Estado	Clientes (000's)
	Edesur	Argentina	Buenos Aires	2.488
	Ampla	Brasil	Rio de Janeiro	3.061
	Coelce	Brasil	Ceará	3.902
	Codensa	Colombia	Bogotá	2.865
	Edelnor	Perú	Lima	1.404
Tx	Compañía	País	Zona	
	CTM	Argentina	Frontera Argentina/Brasil	
	TESA	Argentina	Frontera Argentina/Brasil	
	CIEN	Brasil	Sur de Brasil	

Fuente: Información entregada por Enersis Américas y Endesa Américas, Proyecciones Financieras

## Resumen de propiedades accionarias en las principales compañías del Grupo Enersis “pre” y “post” Fusión

Propiedad total (medida como derechos económicos directos e indirectos) de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas en las principales sociedades del Grupo

	Compañía	Situación actual			Situación post-Fusión
		Enersis Américas	Endesa Américas	Chilectra Américas	Enersis Américas Pro-forma
	Chocón	39,1%	65,2%	-	65,2%
	Costanera	45,3%	75,5%	-	75,5%
	Dock Sud	40,2%	-	-	40,2%
	Edesur	71,6%	0,5%	34,0%	72,1%
	TESA	84,4%	37,1%	11,3%	99,3%
	CTM	84,4%	37,1%	11,3%	99,3%
	Cachoeira	84,2%	37,0%	11,2%	99,1%
	Fortaleza	84,4%	37,1%	11,3%	99,3%
	Ampla	92,0%	17,4%	36,7%	99,3%
	Coelce	64,9%	21,9%	6,6%	73,7%
	CIEN	84,4%	37,1%	11,3%	99,3%
	Com. e Serv.	84,4%	37,1%	11,3%	99,3%
	Emgesa	37,7%	26,9%	-	48,5%
	Codensa	48,4%	-	9,4%	48,5%
	Edegel	58,6%	62,5%	-	83,6%
	Chinango	46,9%	50,0%	-	66,9%
	EEPSA	96,5%	-	-	96,5%
	Edelnor	75,5%	-	15,6%	75,7%

Consolida No Consolida

# Valor de mercado y precios objetivo de analistas de mercado para Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas

Tabla resumen valor de mercado y precios objetivo de analistas de mercado

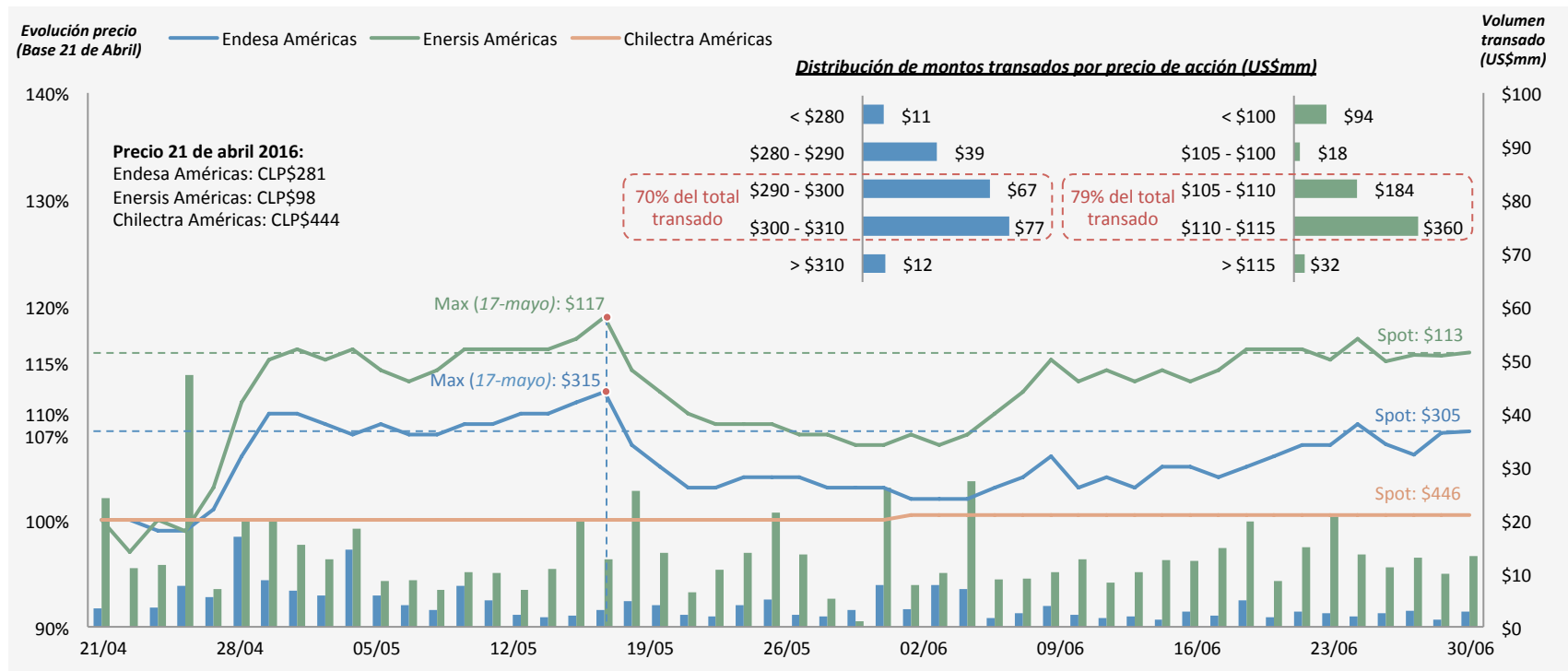
Valores de mercado	Endesa Américas	Enersis Américas	Chilectra Américas
Precio acción al 30 de junio (CLP\$)	304,9	113,4	446,0
<b>Capitalización bursátil (US\$mm)</b>	<b>3.789</b>	<b>8.434</b>	<b>778</b>
Precio spot	304,9	113,4	446,0
Precio máximo (período 21 de abril al 30 de junio)	314,6	116,8	446,0
% sobre spot	3,2%	3,0%	0,0%
Precio mínimo (período 21 de abril al 30 de junio)	278,4	95,5	444,0
% sobre spot	(8,7%)	(15,8%)	(0,4%)
Precio promedio (período 21 de abril al 30 de junio)	295,8	107,5	444,6
% sobre spot	(3,0%)	(5,1%)	(0,3%)
<b>Recomendación analistas (precio objetivo):</b>	<b>Endesa Américas</b>	<b>Enersis Américas</b>	<b>Chilectra Américas</b>
<b>Bice</b> (22-abril)	328	117	n.a.
<b>Citi<sup>1</sup></b> (2-mayo / 13-julio)	326	121	n.a.
<b>Goldman Sachs<sup>1</sup></b> (24-junio)	294	122	n.a.
<b>Itaú</b> (3-abril)	289	120	n.a.
<b>JP Morgan</b> (25-mayo)	316	128	n.a.
<b>Santander</b> (19-abril)	305	106	n.a.
<b>Scotiabank</b> (22-abril / 04-julio)	300	110	n.a.

Fuente: Capital IQ, reportes de analistas de mercado

<sup>1</sup> Cálculo de precio de acción en base a precio objetivo de ADRs, usando tipo de cambio a la fecha del reporte y número de acciones por ADR de 30 para Endesa Américas y 50 para Enersis Américas

# Evolución del precio de la acción de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas

**Evolución del precio de la acción y volúmenes transados desde la fecha en que comenzaron a cotizar Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas (21 de abril)**



- Se observa que en general las acciones de Endesa Américas y Enersis Américas tienen una alta correlación debido a la existencia de la Relación de Canje de Referencia
- En el caso de Chilectra Américas, no se observa dicha correlación debido a la escasa liquidez de la acción
- La acción de Enersis Américas ha tenido un rendimiento superior a la de Endesa Américas (15,7% vs. 8,3%), lo que se ha traducido en una relación de canje implícita levemente inferior a la Relación de Canje de Referencia (ver página 68), presumiblemente debido a que el precio de Endesa Américas tiene incorporado el riesgo de que la Fusión no se materialice o que los Términos y Condiciones de la Fusión sean modificados

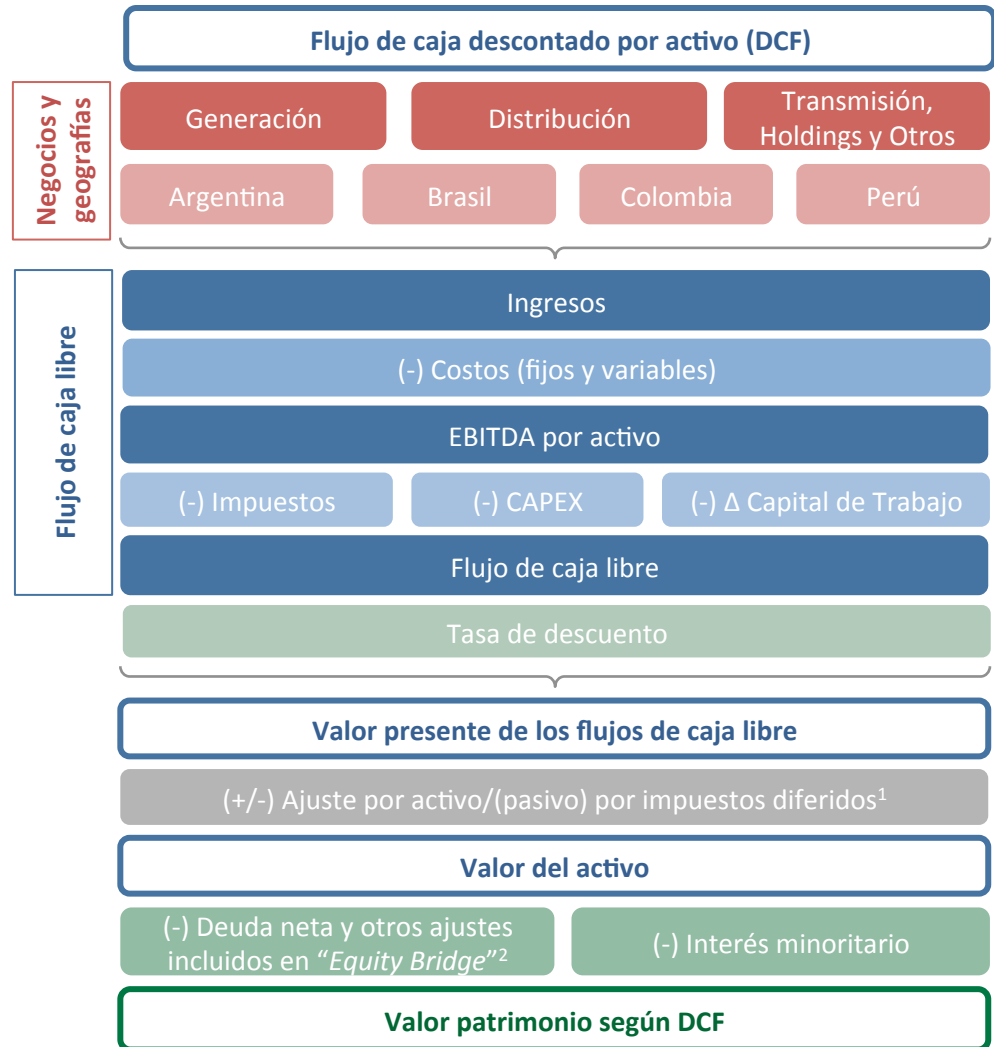
Fuente: Capital IQ, Bolsa de Comercio de Santiago

# Arquitectura de los modelos de valorización utilizados por Tyndall

## Detalle Proyecciones Financieras

- Información operativa proyectada por compañía:
  - Generación: Capacidad instalada (MW); Energía generada, vendida y comprada (spot y contratos, GWh); Precios (US\$/MWh)
  - Distribución: Número de clientes; Ventas (GWh); Costos de energía; Costos de transmisión; VAD
- Información financiera proyectada por compañía:
  - Estado de resultados (ventas, costos, etc.)
  - Inversiones de capital
  - Cuentas de capital de trabajo
  - Balance de activos y pasivos
- Información de planificación estratégica, incluyendo información de dinámicas de mercado, marcos regulatorios y perfiles operativos
- Excepciones y ajustes a la estructura de modelo:
  - En el caso de las compañías de generación en Argentina (Endesa Costanera, Hidroeléctrica Chocón y Docksud), se ajustó el valor del activo por el valor presente de los pagos asociados a los créditos por conceptos de VOSA y FONINVE MEM

## Resumen de estructura base de modelos de valorización



<sup>1</sup> Ajuste realizado de acuerdo a la metodología descrita en la página 45

<sup>2</sup> En la página 50 se incluye una descripción detallada del *Equity Bridge*

# Principales convenciones utilizadas en la valorización

## Principales convenciones

### Fecha valorización

- Se definió como fecha de valorización el 30 de junio de 2016, que es la fecha de los balances pro-forma a ser utilizados para la Fusión

### Moneda y supuestos macroeconómicos

- Proyecciones operacionales elaboradas en la moneda local de cada país en términos nominales
- Flujos de caja en moneda local convertidos a dólares
- Tasa de descuento en dólares nominales
- Los tipos de cambio y variables macroeconómicas utilizados corresponden a los valores usados por las compañías en la preparación de las Proyecciones Financieras y abarcan el período 2016-2021. A partir del 2022 se estimó el tipo de cambio utilizando metodología de PPP

### Proyecciones operativas y financieras

- Corresponden a los planes de negocios (*business plans*) entregados por Endesa Américas y Enersis Américas para cada compañía operativa
- Proyecciones Financieras cubren un período de cinco años (2016-2020)
- Después de 2020 se estima un valor terminal basado en (i) un flujo de caja normalizado y, (ii) un crecimiento en perpetuidad, con las siguientes excepciones (mayor detalle en página 48):
  - Proyecciones finitas sin un valor valor terminal en perpetuidad en el caso de Endesa Costanera, Chocón, CIEN, Cachoeira, Dock Sud y Fortaleza
  - Extensión de proyecciones hasta 2024 (y posterior cálculo de valor terminal) debido a particularidades en el modelo de negocio en el caso de Emgesa
  - En estos casos, las proyecciones extendidas fueron provistas por Enersis Américas y Endesa Américas, según el caso

### Impuestos

- Para el período 2016-2020 se utilizaron las tasas efectivas de impuestos proyectadas por la respectiva administración para todas las compañías
  - Las Proyecciones Financieras suponen, en algunos casos, tasas efectivas distintas a las tasas nominales debido, por ejemplo, a créditos impositivos o depreciaciones aceleradas
- Para efectos de cálculo de valor terminal se aplicó la tasa nominal impositiva vigente en cada país (en aquellos casos en que las tasas efectivas proyectadas para el período 2016 – 2020 son diferentes a la tasa nominal, se supuso una convergencia a la tasa nominal para el cálculo del valor terminal)
- Se ajustó el valor de la compañía por el valor presente los pasivos (o activos) netos relacionados a impuestos diferidos acumulados al final del horizonte de proyección (2020)

# Consideraciones respecto a la tasa de descuento utilizada (1/2)

## Consideraciones

- Se utilizaron tasas de descuento (“WACC”) nominales en dólares
- Las proporciones de deuda y patrimonio en la estructura de capital fueron estimadas en base a: (i) análisis de compañías comparables, (ii) características del sector (generación, distribución y transmisión eléctrica), y (iii) la situación del mercado de capitales en cada país
- Metodología de estimación de parámetros relevantes para el cálculo del WACC:
  - Tasa libre de riesgo: Correspondiente al *yield* de bonos del tesoro de Estados Unidos a 10 años
  - Prima por riesgo país: Estimado en base al *Emerging Markets Bonds Index* o EMBI, utilizado para todos los países incorporados en el análisis a excepción de Argentina, donde se utilizó el *yield* de bonos soberanos<sup>1</sup> que según estimamos representan de mejor forma el riesgo de este mercado en particular
  - Prima de riesgo de mercado: se utilizó una prima de 6,21% para el análisis<sup>2</sup>
  - $\beta$ : Estimados en base a un universo de compañías comparables seleccionadas (ver apéndice para detalle de comparables), considerando el sector y el país. Para la estimación de los  $\beta$  se utilizaron regresiones semanales por períodos de dos años, a excepción de compañías con liquidez limitada, para las cuales se utilizaron regresiones mensuales por períodos de cinco años para mitigar alteraciones derivadas de la iliquidez de la acción
  - Costo de deuda: Estimado mediante la suma de: (i) la tasa libre de riesgo, (ii) la prima por riesgo país, y (iii) una prima por riesgo crediticio<sup>3</sup>

Fuente: Bloomberg, Morgan Markets, Estados Financieros compañías

<sup>1</sup> Bonos seleccionados: ARGENT 7 ½ 4/22/26 Corp

<sup>2</sup> Basado en estimación de Aswath Damodaran publicada en su sitio web (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

<sup>3</sup> Se estimó una prima por riesgo a partir de la diferencia observada en los *yields* de bonos corporativos de compañías del sector eléctrico respecto del *yield* de bonos soberanos en Chile de duración similar



## Consideraciones respecto a la tasa de descuento utilizada (2/2)

### Resumen de tasas de descuento utilizadas

Negocio de generación	Argentina	Brasil	Colombia	Perú
Tasa libre de riesgo	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Prima por riesgo país	5,1%	4,0%	2,8%	2,1%
<b>Tasa libre de riesgo "local"</b>	<b>6,8%</b>	<b>5,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,7%</b>
$\beta$ desapalancado	1,00	0,80	0,70	0,70
$\beta$ apalancado	1,11	0,93	0,85	0,87
Prima de riesgo mercado	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
<b>Costo capital del patrimonio</b>	<b>13,7%</b>	<b>11,4%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,2%</b>
Prima por riesgo crediticio	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Costo capital de la deuda (pre-tax)	8,3%	7,1%	5,9%	5,2%
<i>Tasa de impuesto nominal</i>	35,0%	34,0%	34,0%	26,0%
<b>Costo capital de la deuda (post-tax)</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,9%</b>
$D/(D+E)$ : Deuda sobre capital total	15,0%	20,0%	25,0%	25,0%
<b>WACC</b>	<b>12,5%</b>	<b>10,1%</b>	<b>8,3%</b>	<b>7,8%</b>

Negocio de distribución y transmisión	Argentina	Brasil	Colombia	Perú
Tasa libre de riesgo	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Prima por riesgo país	5,1%	4,0%	2,8%	2,1%
<b>Tasa libre de riesgo "local"</b>	<b>6,8%</b>	<b>5,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,7%</b>
$\beta$ desapalancado	0,85	0,65	0,60	0,60
$\beta$ apalancado	1,03	0,88	0,81	0,84
Prima de riesgo mercado	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
<b>Costo capital del patrimonio</b>	<b>13,2%</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,0%</b>
Prima por riesgo crediticio	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Costo capital de la deuda (pre-tax)	8,3%	7,1%	5,9%	5,2%
<i>Tasa de impuesto nominal</i>	35,0%	34,0%	34,0%	26,0%
<b>Costo capital de la deuda (post-tax)</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,9%</b>
$D/(D+E)$ : Deuda sobre capital total	25,0%	35,0%	35,0%	35,0%
<b>WACC</b>	<b>11,2%</b>	<b>8,8%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,2%</b>

### Consideraciones respecto al $\beta$

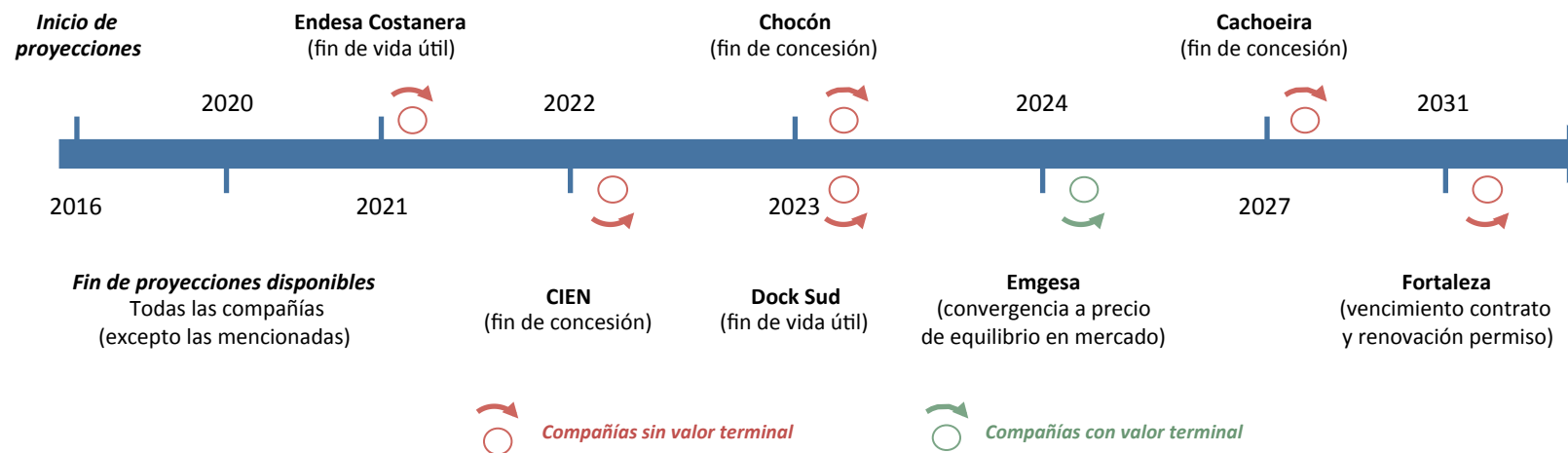
- En el caso del negocio de generación, se cuenta con un universo de comparables concentrados en Brasil con un nivel de liquidez suficiente para utilizarlos como referencia. En los casos de Argentina, Perú y Colombia, el universo de comparables es muy limitado
  - Para efectos de estimar  $\beta$ , se dividieron los activos en tres grupos: (i) Brasil, (ii) Argentina y (iii) Colombia y Perú (agrupados dada la relativa similitud de los mercados)
- En el caso de los negocios de distribución y transmisión, el universo de comparables es más limitado y concentrado en Brasil
  - Se determinó un  $\beta$  para Brasil y Argentina en base al universo de compañías comparables de distribución y transmisión detalladas en el Apéndice
  - En el caso de Colombia y Perú, se consideró la inclusión de la compañía Aguas Andina al universo de comparables, de manera de tener una muestra más extensa (características similares al negocio de distribución)

Fuente: Bloomberg, Morgan Markets, sitio web Aswath Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), Estados Financieros compañías comparables. Precio de mercado al 30 de junio de 2016

# Consideraciones respecto al cálculo de valor terminal

## Casos excepcionales

- La mayoría de las compañías analizadas tienen un horizonte de proyección detallado que termina en 2020
- Sin embargo, existen algunas excepciones en las cuales: (i) se utilizaron proyecciones extendidas entregadas por la administración, o (ii) no se considera un valor terminal, debido a características particulares del mercado o del activo



# Principales supuestos financieros utilizados en la valorización – capital de trabajo

## Principales supuestos y tabla resumen de días utilizados en el cálculo de capital de trabajo

- El cálculo del capital de trabajo de las principales compañías operativas considera las siguientes cuentas: (i) inventarios, (ii) cuentas por cobrar y (iii) cuentas por pagar<sup>1</sup>
- Se proyectaron las cuentas por cobrar y cuentas por pagar utilizando los días promedio de cobro sobre ventas totales y los días promedio de pago sobre costos totales entregados para cada compañía, respectivamente
  - En general, se utilizó el promedio de días por país y negocio
  - Para las compañías para las que no se entregaron detalles operacionales sobre capital de trabajo se utilizaron los balances proyectados<sup>2</sup>
- Las cuentas de inventarios se obtuvieron de los balances proyectados por la administración para el período 2016-2020
- En el cálculo del capital de trabajo para las compañías cuyas proyecciones fueron extendidas más allá de 2020, se mantuvo constante el monto de inventarios y los días de cobro y pago del año 2020
- Para efectos del valor terminal, la variación de capital de trabajo se calculó como un porcentaje del crecimiento de ventas
  - Se utilizó el promedio de la variación de capital de trabajo como porcentaje del cambio anual en ventas proyectado para el período 2016-2020
- El capital de trabajo de las compañías no operativas<sup>3</sup> se supuso constante durante el período de proyección

Generación				Distribución			
País	Compañía	Promedio 2016-2020		País	Compañía	Promedio 2016-2020	
		Cuentas por cobrar	Cuentas por pagar			Cuentas por cobrar	Cuentas por pagar
Argentina	Chocón / Costanera / Dock Sud	50	60	Argentina	Edesur	73	58
Brasil	Cachoeira	32	39	Brasil	Ampla	62	56
	Fortaleza	42	59		Coelce	56	56
Colombia	Emgesa	47	46	Colombia	Codensa	42	71
Perú	Edegel / Chinango / Piura	30	50	Perú	Edelnor	34	50

Fuente: Información entregada por Enersis Américas y Endesa Américas

<sup>1</sup> No se consideraron dentro de capital de trabajo las cuentas de otros activos y pasivos corrientes tales como Pasivos para Construcción y Contratos en Progreso, Impuestos por Pagar, Impuestos por Recibir, Otros Activos Corrientes y Otros Pasivos Corrientes

<sup>2</sup> Este grupo incluye Cemsa, CTM, TESA (Argentina), y CIEN (Brasil)

<sup>3</sup> Los compañías no operativas consideradas para este efecto son Enersis Américas, Endesa Américas, Chilectra Américas (Holdings), Endesa Argentina, Distrilec, Hidroinvest, Southern Cone (Argentina), Emgesa Panamá (Colombia), Caboblanco, Distrilima, Generandes y Generalima (Perú)

# Equity Bridge y deuda financiera

## Deuda neta vs. Equity Bridge – junio 2016 (US\$mm)

### Equity Bridge y cálculo de valor de patrimonio

Enersis Américas, Chilectra Américas y Endesa Américas registran en sus balances determinados activos y pasivos que, por su naturaleza (no son propiamente “operacionales”) no están incluidos en la proyección de flujo de caja que se utiliza para el análisis de descuento de flujo de caja, pero que sí implican flujos positivos o negativos de caja en el futuro y que, por lo tanto, deben ser incorporados en la valorización

En la información proporcionada por Enersis Américas, Chilectra Américas y Endesa Américas, el efecto neto de estos activos y pasivos, se incorpora, en conjunto con la deuda financiera neta, como un ajuste denominado *Equity Bridge*

Las principales diferencias entre el *Equity Bridge* y la deuda financiera se explican por las cuentas por cobrar no comerciales, provisiones y dividendos por pagar que la administración incluye como parte del *Equity Bridge*

De acuerdo a lo indicado por la administración, el *Equity Bridge* debiera ser la forma más correcta de estimar el valor del patrimonio de las compañías individuales a partir de un valor firma

Por lo mismo, todos los cálculos de patrimonio realizados en el presente Informe se hicieron utilizando dicho *Equity Bridge*

## Deuda neta vs. Equity Bridge – junio 2016 (US\$mm)

	Compañía	Negocio	Deuda neta <sup>1,3</sup>	Equity Bridge <sup>2,3</sup>
	Chocón	Gx	1 <sup>4</sup>	65 <sup>4</sup>
	Costanera	Gx	55 <sup>4</sup>	65 <sup>4</sup>
	Dock Sud	Gx	(13) <sup>4</sup>	45 <sup>4</sup>
	Edesur	Dx	(93) <sup>5</sup>	169 <sup>5</sup>
	TESA	Tx	27	26
	CTM	Tx	26	25
	Otros Argentina		(4)	(4)
	Cachoeira	Gx	(44)	(35)
	Fortaleza	Gx	(39)	1
	Ampla	Dx	639	1,045
	Coelce	Dx	165	326
	CIEN	Tx	45	16
	Com. e Serv.		2	2
	Enel Brasil	Hold.	(507)	(493)
	Emgesa	Gx.	1,332	1,690
	Codensa <sup>6</sup>	Dx	419	659
	Edegel	Gx	116	152
	Chinango	Gx	29	30
	EEPSA	Gx	37	42
	Edelnor	Dx	380	407
	Otros Perú		(9)	3
Holding	Enersis Américas	Hold.	(1,211) <sup>7</sup>	(1,346) <sup>7</sup>
	Endesa Américas	Hold.	15	(62)
	Chilectra Américas	Hold.	152 <sup>7</sup>	136 <sup>7</sup>

Fuente: Proyecciones Financieras

<sup>1</sup> Considera las siguientes cuentas con terceros: *Medium/Long Term Loans, Short Term Loans y Current Amount of Medium/Long Term Loans* de acuerdo al desglose presentado en los Estados Financieros entregados por la administración

<sup>2</sup> En adición a la deuda neta, considera cuentas por cobrar y pagar no comerciales, derivados financieros, provisiones, dividendos pendientes de cobro y pago, cuentas por cobrar y pagar con otras compañías del grupo y otros activos y pasivos de acuerdo a las indicaciones entregadas por la administración de Endesa Américas y Enersis Américas

<sup>3</sup> Un valor positivo indica un pasivo neto y uno negativo un activo neto

<sup>4</sup> Excluye créditos por conceptos de FONINMEM y VOSA descontando las cuentas “Medium long-term financial receivables - Third parties” y “S/T Financial Receivables and Securities”, los que están siendo considerados en el flujo operacional





<sup>5</sup> Considera únicamente una porción de la deuda con CAMMESA (~30%) de un total de AR\$9,367mm (US\$629mm)

<sup>6</sup> Incluye *Equity Bridge* de EEC a Mayo de 2016

<sup>7</sup> Considera la distribución de un dividendo a los accionistas de Chilectra Américas por un monto de CLP120.000mm, el que, de acuerdo a lo informado por la administración de dicha sociedad, será sometido a consideración de los accionistas de Chilectra Américas en la junta extraordinaria de accionistas que delibere acerca de la Fusión

# Resumen de valorización de principales compañías individuales

**Tabla resumen de valorización por DCF de compañías pertenecientes a Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas (US\$mm)**

	Compañía	Negocio	VF/EBITDA '17E	VF/MW (US\$mm/MW)	VF/Cientes (US\$/cliente)	Valor activos o valor firma	Valor patrimonio <sup>1</sup>	Valor Terminal		Enersis Américas		Endesa Américas		Chilectra Américas	
								% VF	Múltiplo salida <sup>2</sup>	Prop. (%)	Pat. prop.	Prop. (%)	Pat. prop.	Prop. (%)	Pat. prop.
	Chocón	Gx	3,6x	0,25		338	272	-	-	39%	107	65%	178	-	-
	Costanera	Gx	1,8x	0,05		118	53	-	-	45%	24	76%	40	-	-
	Dock Sud	Gx	2,3x <sup>3</sup>	0,18		152	107	-	-	40%	43	-	-	-	-
	Edesur	Dx	1,7x		98	370	202 <sup>4</sup>	118%	2,7x	72%	145	1%	1	34%	69
	TESA	Tx	7,5x			13	(13)	54%	7,7x	84%	(11)	37%	(5)	11%	(1)
	CTM	Tx	4,9x			7	(18)	71%	7,7x	84%	(15)	37%	(7)	11%	(2)
	Otros Arg.		n.a.			23	28	65%	n.a.	n.a.	23	n.a.	13	n.a.	0
	Cachoeira	Gx	3,3x	0,54		361	396	7%	-	84%	333	37%	147	11%	45
	Fortaleza	Gx	3,9x	1,00		326	325	-	-	84%	275	37%	121	11%	37
	Ampla	Dx	6,3x		373	1.693	648	97%	5,4x	92%	596	17%	113	37%	238
	Coelce	Dx	4,3x		210	1.206	881	75%	5,0x	65%	571	22%	192	7%	58
	CIEN	Tx	4,0x			323	307	15%	3,1x	84%	259	37%	114	11%	35
	Com. e Serv.	Otro	9,8x			131	128	84%	4,2x	84%	108	37%	48	11%	14
	Enel Brasil	Hold.	9,6x			(404)	89	64%	9,9x	84%	75	37%	33	11%	10
	Emgesa	Gx	10,1x <sup>3</sup>	2,10		7.251	5.561	61%	8,2x	38%	2.098	27%	1.494	0%	0
	Codensa	Dx	6,8x		732	3:205	2.545	85%	7,1x	48%	1.232	-	-	9%	238
	Edegel	Gx	8,9x	1,22		2.416	2.264	76%	8,2x	59%	1.327	63%	1.414	-	-
	Chinango	Gx	12,8x			500	470	80%	12,7x	47%	220	50%	235	-	-
	EEPSA	Gx	5,9x			291	249	75%	7,0x	97%	240	-	-	-	-
	Edelnor	Dx	9,0x		1.048	2.133	1.726	84%	9,0x	76%	1.304	-	-	16%	269
	Otros Perú		n.a.			(4)	(7)	75%	n.a.	n.a.	(7)	n.a.	0	n.a.	9
Holding	Enersis Amér.	Hold.	13,8x			(237)	1,109	n.a.	12,7x	100%	1,109	-	-	-	-
	Endesa Amér.	Hold.	9,1x			(24)	38	n.a.	12,7x	60%	23	100%	38	-	-
	Chilectra Amér.	Hold.	13,7x			(24)	(161)	75%	12,7x	99%	(159)	-	-	100%	(161)
<b>Patrimonio</b>											<b>9.919</b>	<b>4.170</b>		<b>856</b>	

Nota 1: Valor de activos y patrimonio para cada compañía corresponde al punto medio del rango de valorización

Nota 2: Múltiplo VF/EBITDA 17E calculado en moneda local

<sup>1</sup> Considera 100% del patrimonio; <sup>2</sup> Múltiplo de salida implícito en valor terminal

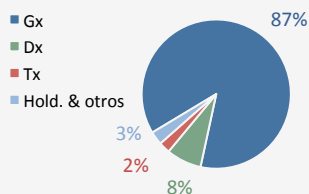
<sup>3</sup> Para el cálculo del múltiplo VF/EBITDA 2017E se considera una normalización del EBITDA 2017E, calculada como el promedio de los EBITDAs esperados en 2016 y 2018, para suavizar el efecto de desviaciones no recurrentes en la proyección de 2017

<sup>4</sup> Considera únicamente una porción de la deuda con CAMMESA (~30%) de un total de AR\$9,367mm (US\$629mm)

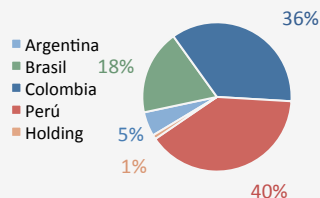
# Resumen de valorización por DCF Endesa Américas

## Composición del valor del patrimonio de Endesa Américas (US\$mm)

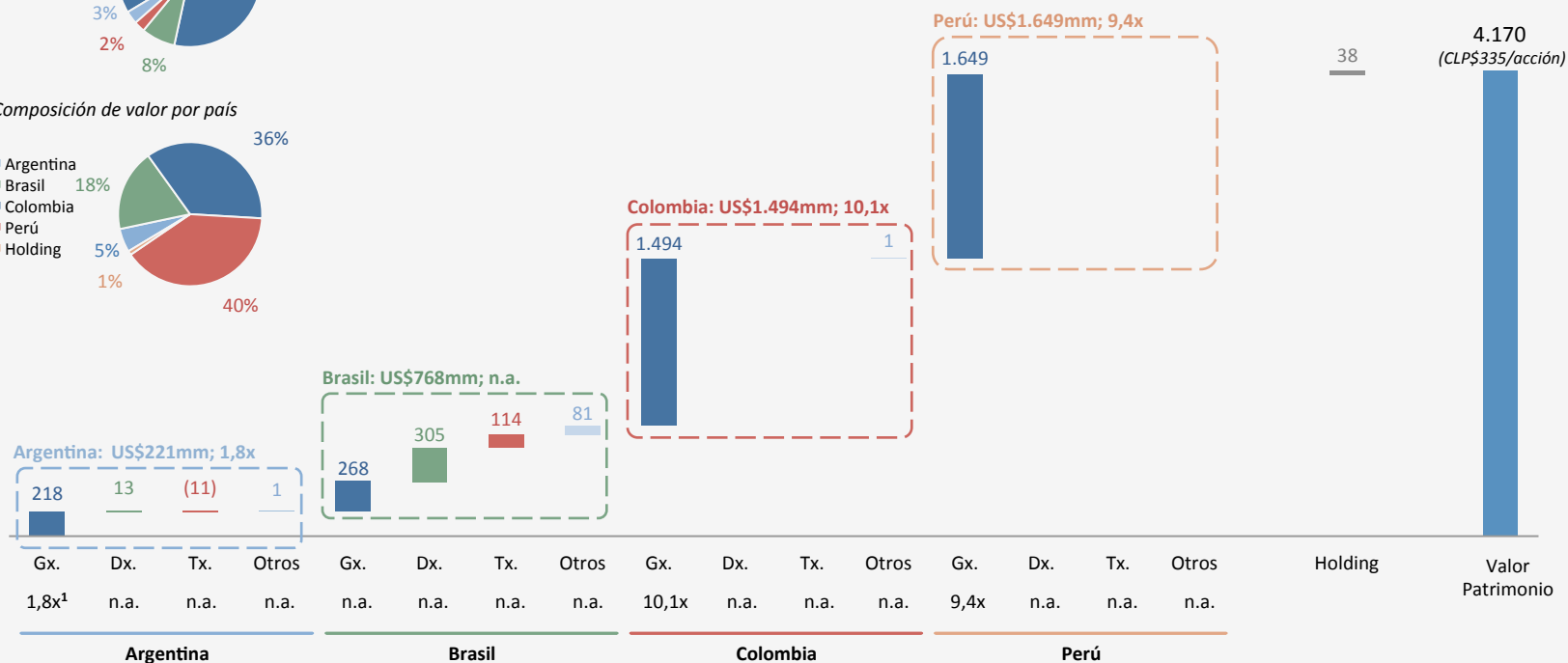
### Composición de valor por negocio



### Composición de valor por país



Valorización en base a DCF de Proyecciones Financieras corresponde a un ~10% sobre el precio actual de mercado



Fuente: Capital IQ, Estados Financieros de las compañías, Proyecciones Financieras. Precios de mercado al 30 de junio de 2016

Nota 1: Bajo el eje horizontal se muestran los múltiplos VF/EBITDA 17E promedio de los negocios consolidados por la compañía

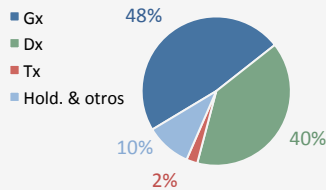
Nota 2: Múltiplos calculados en moneda funcional

<sup>1</sup> Valor firma utilizado para cálculo de múltiplo se ajusta según los saldos asociados a FONINVEMEM y VOSA

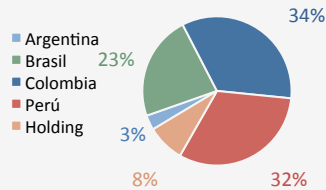
# Resumen de valorización por DCF Enersis Américas

## Composición del valor del patrimonio de Enersis Américas (US\$mm)

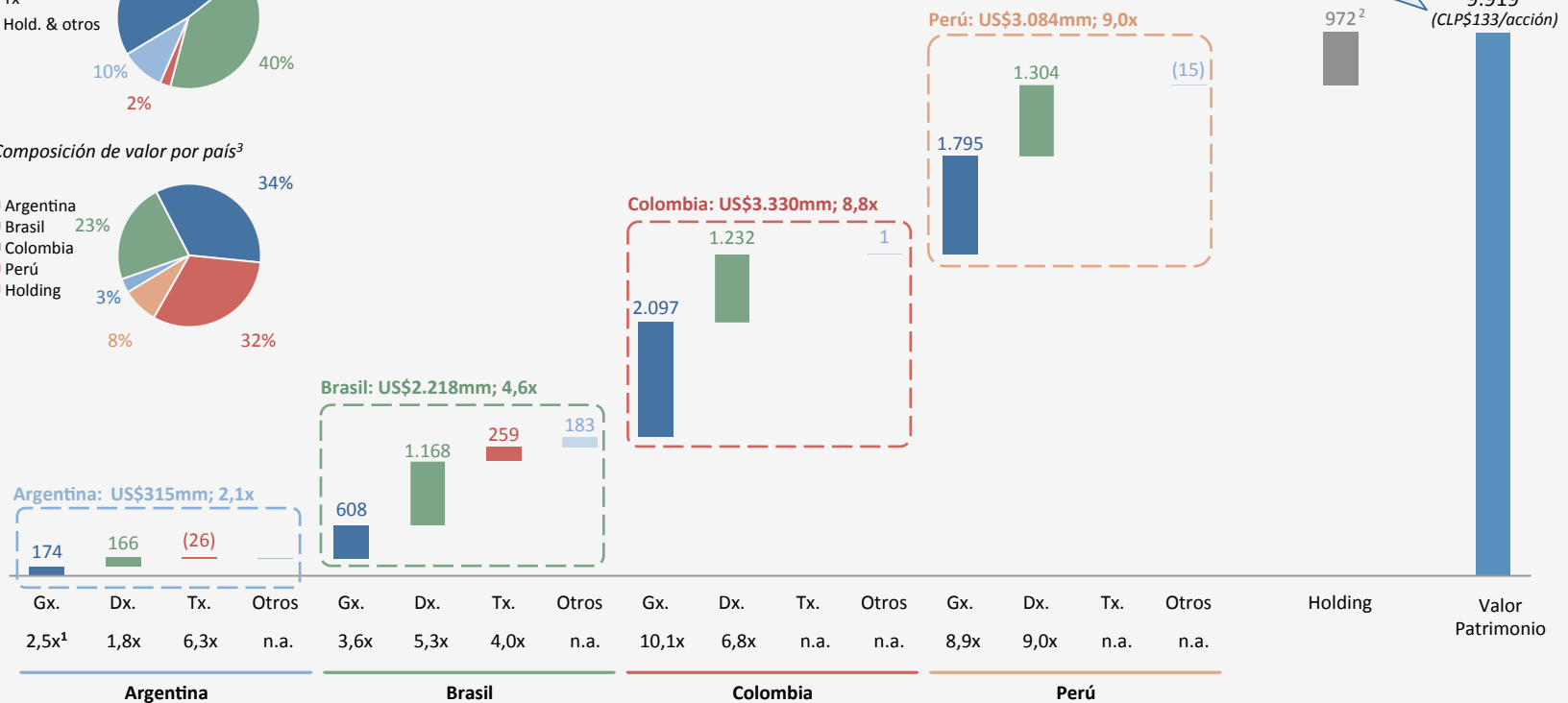
Composición de valor por negocio<sup>3</sup>



Composición de valor por país<sup>3</sup>



Valorización en base a DCF de Proyecciones Financieras corresponde a un ~18% sobre el precio actual de mercado



Fuente: Capital IQ, Estados Financieros de las compañías, Proyecciones Financieras. Precios de mercado al 30 de junio de 2016

Nota 1: Bajo el eje horizontal se muestran los múltiplos VF/EBITDA 17E promedio de los negocios consolidados por la compañía

Nota 2: Múltiplos calculados en moneda funcional

<sup>1</sup> Valor firma utilizado para cálculo de múltiplo se ajusta según los saldos asociados a FONINVEMEM y VOSA

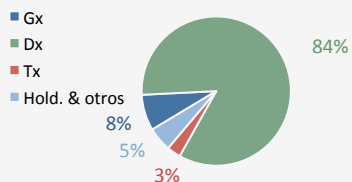
<sup>2</sup> Se considera dividendo a los accionistas de Chilectra Américas por un monto de CLP120.000mm, el que, de acuerdo a lo informado por la administración de dicha sociedad, será sometido a consideración de los accionistas de Chilectra Américas en la junta extraordinaria de accionistas que delibere acerca de la Fusión

<sup>3</sup> Composición no considera la distribución de dividendo a los accionistas de Chilectra por un monto de CLP120.000mm

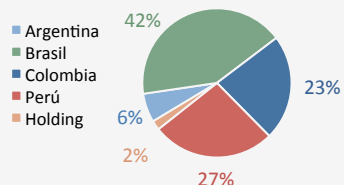
# Resumen de valorización por DCF Chilectra Américas

## Composición del valor del patrimonio de Chilectra Américas (US\$mm)

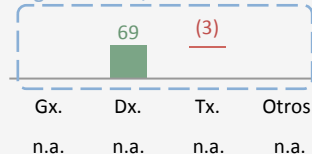
### Composición de valor por negocio<sup>2</sup>



### Composición de valor por país<sup>2</sup>

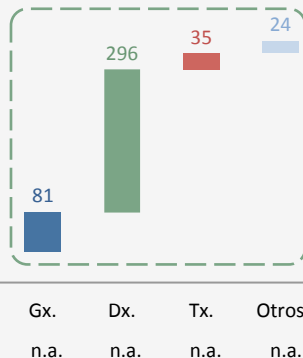


#### Argentina: US\$65mm



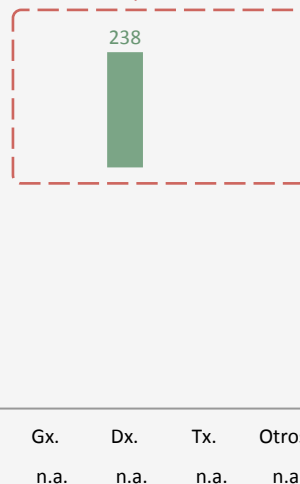
#### Argentina

#### Brasil: US\$436mm



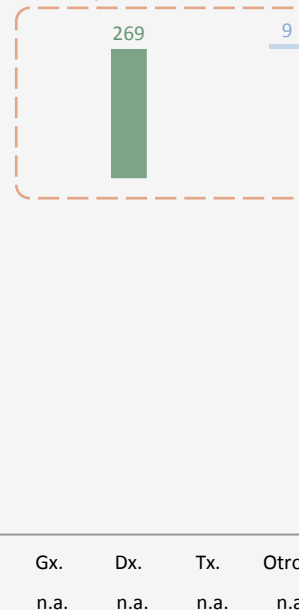
#### Brasil

#### Colombia: US\$238mm



#### Colombia

#### Perú: US\$278mm



#### Perú

Valorización en base a DCF de Proyecciones Financieras corresponde a un ~10% sobre el precio actual de mercado



856  
(CLP\$491/acción)

Valor Patrimonio

Fuente: Capital IQ, Estados Financieros de las compañías, Proyecciones Financieras. Precios de mercado al 30 de junio de 2016

Nota 1: Bajo el eje horizontal se muestran los múltiplos VF/EBITDA 17E promedio de los negocios consolidados por la compañía

Nota 2: Múltiplos calculados en moneda funcional

<sup>1</sup> Se considera la distribución de un dividendo a los accionistas de Chilectra Américas por un monto de CLP120.000mm, el que, de acuerdo a lo informado por la administración de dicha sociedad, será sometida a consideración de los accionistas de Chilectra Américas en la Junta Extraordinaria de Accionistas que delibere acerca de la Fusión

<sup>2</sup> Composición no considera la distribución de dividendo a los accionistas de Chilectra por un monto de CLP120.000mm



# Universo de compañías comparables utilizado

## Universo de posibles comparables

Industria	Compañía	País	Cap. bursátil (US\$mm)	ADTV <sup>1</sup> 3M (US\$mm)	Inclusión en la valorización
Integrado	Pampa Energía	Argentina	1.857	8,2	✓
	CPFL Energía	Brasil	6.545	16,7	✓
	CEMIG	Brasil	2.860	22,5	✓
	COPEL	Brasil	2.497	10,9	✓
	EDP	Brasil	2.023	10,2	✓
	Light	Brasil	718	3,4	✓
	Enersis Chile	Chile	5.772	8,3	✓
Generación	EEB	Colombia	5.622	0,3	X
	Central Puerto	Argentina	1.371	0,1	X
	Tractebel Energía	Brasil	7.809	9,2	✓
	CESP	Brasil	1.217	4,3	✓
	AES Tietê	Brasil	1.761	6,6	✓
	Colbun	Chile	4.263	1,8	✓
	AES Gener	Chile	4.121	1,0	✓
	E-CL	Chile	1.801	1,0	✓
	Endesa Chile	Chile	7.604	9,2	✓
	Isagen	Colombia	3.829	0,8	X
	Celsia	Colombia	950	0,6	X
Distribución	Edegel	Perú	2.052	0,1	X
	EnerSur	Perú	1.535	0,1	X
	Edenor	Argentina	790	1,0	✓
	COELBA	Brasil	1.481	0,1	X
	Electropaulo	Brasil	442	2,2	✓
	Elektro	Brasil	1.023	0,0	X
	Ampla	Brasil	1.111	0,0	X
	Coelce	Brasil	1.038	0,2	X
Transmisión	Equatorial	Brasil	3.017	14,3	✓
	Luz del Sur	Perú	1.556	0,1	X
	Edelnor	Perú	1.081	0,1	X
	Transener	Argentina	209	0,2	X
	TAESA	Brasil	2.065	3,0	✓
	CTEEP	Brasil	3.420	7,9	✓
	Alupar	Brasil	1.024	0,9	✓
Utility	ISA	Colombia	3.399	1,6	✓
	Aguas Andinas	Chile	3.521	2,2	✓
Integrado	Enersis Am.	Chile	8.434	14,4	
Generación	Endesa Am.	Chile	3.789	4,3	

## Consideraciones

- Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas tienen características únicas en cuanto a la configuración de su portafolio de inversiones, a los mercados e industrias donde operan y a su estructura societaria
- Esto hace difícil encontrar compañías comparables que permitan valorizarlas por medio de un único múltiplo a nivel consolidado
- Dado lo anterior, al igual que para la valorización mediante DCF, nos parece aconsejable utilizar una suma-de-las-partes para realizar la valorización, usando comparables de mercado individuales por compañía
- A pesar de que es más factible encontrar comparables a nivel de las compañías operativas, igualmente este es un ejercicio complejo ya que no existe en América Latina una base amplia de comparables y, por lo tanto, se hace necesario ocupar cierta discrecionalidad en la elección de los múltiplos
- La elección del subconjunto de compañías comparables a ser utilizadas para valorizar los activos operativos de Endesa América, Enersis Américas y Chilectra Américas se basó en diferentes factores, entre los que se encuentran:
  - Similitud de industria y geografía
  - Liquidez de la acción
  - Cobertura de analistas y existencia de proyecciones financieras
- En la tabla de la izquierda se observa una muestra de las principales empresas del sector eléctrico con cotización bursátil en América Latina
- De esta lista se excluyen las empresas marcadas en rojo (principalmente debido a su falta de liquidez y cobertura de analistas, o encontrarse en medio de una OPA, en el caso de Isagen) para llegar al subconjunto de empresas utilizadas en la valorización por múltiplos

# Definición de la metodología para calcular los múltiplos a utilizar en la valorización

## Consideraciones

### ***Elección del múltiplo a utilizar (VF/EBITDA vs. P/U) y horizonte de tiempo a considerar (2016 vs. 2017)***

- La valorización por múltiplos de mercado se realizó utilizando el múltiplo VF/EBITDA 2017E
  - Como referencia, también se utilizaron múltiplos de valorización basados en variables operacionales como VF/Capacidad Instalada (generación), y VF/Clientes (distribución)
- Se excluyó del análisis el múltiplo P/U dada la volatilidad de resultados tanto para las compañías comparables como para las compañías operativas analizadas (múltiplo poco representativo)
- Se decidió utilizar el EBITDA esperado para el año 2017 por sobre 2016 o 2018, buscando un equilibrio entre aislar diferencias en los perfiles de crecimiento de corto plazo de los comparables y la disponibilidad de proyecciones de mayor calidad

### ***En general, para hacer los múltiplos de distintas compañías más representativos y comparables entre sí, se adoptaron, entre otros, los siguientes ajustes y convenciones***

- Múltiplos fueron calculados en la moneda funcional de cada compañía (moneda en la que reportan sus Estados Financieros)
- Intereses minoritarios en compañías que se consolidan fueron incluídos en el valor firma a valor estimado de mercado (utilizando el múltiplo precio/valor libro de la misma compañía para estimar el valor de mercado del interés minoritario)
- Inversiones en empresas no controladas fueron sustraídas del valor firma, utilizando para ello el valor estimado de mercado de las mismas
- Proyectos en etapa de inversión fueron sustraídos del valor firma al valor de inversión

## Criterios para definir el rango de múltiplos a ser utilizados

- Dadas las características regulatorias y de mercado, se dividió el conjunto de empresas comparables en tres grupos geográficos: Argentina, Brasil y Pacífico (Chile, Colombia y Perú)

### Argentina

- Existe un número limitado de compañías listadas
- Dada las particularidades del mercado, no es representativo utilizar múltiplos de otras geografías para Argentina
- Generación: Se utilizó el múltiplo de Pampa Energía aplicando un descuento de 1,0x dado el riesgo y volatilidad del mercado así como la baja liquidez de la acción
- Distribución y transmisión: Se utilizó el múltiplo de Edenor aplicando un descuento de 1,0x dado el riesgo y volatilidad del mercado así como la baja liquidez de la acción

### Brasil

- En Brasil existe un universo más amplio de compañías listadas en los negocios donde Endesa Américas y Enersis Américas participan
- El conjunto de comparables se separó en tres grupos: generación, distribución y transmisión. Las compañías integradas fueron incluidas en el grupo de distribución

### Pacífico

- A partir del universo de compañías disponibles, se separaron los múltiplos entre (i) generación y (ii) distribución y transmisión
- En distribución y transmisión sólo se cuenta con un comparable relativamente líquido, ISA. Sin embargo, esta tiene características bastante “únicas” al concentrarse en transmisión de alta tensión y tener parte relevante de su operación y EBITDA en Brasil. Para complementar el universo de comparables, se agregaron:
  - Enersis Chile: Compañía integrada con un componente relevante de distribución dado por Chilectra Chile
  - Aguas Andinas: Aún cuando participa de un negocio diferente, tiene similitudes con el negocio de distribución eléctrica (geografía, marco regulatorio, perfil de riesgo, etc.)

- Con el objeto de poner en contexto los múltiplos de mercado observados, se realizó un ejercicio teórico de estimación de múltiplos por país y negocio mediante un análisis genérico en base a un flujo de caja libre similar para todos los casos, pero variando el crecimiento, la tasa de impuestos, y el riesgo país
  - Los resultados de este análisis sugieren que la clasificación en tres grupo geográficos descritos es adecuada y que existen diferencias relevantes en los múltiplos entre los tres grupos geográficos descritos anteriormente, mostrando un premio de valorización para los países de la costa del Pacífico sobre Brasil, y de Brasil por sobre Argentina

# Rango de múltiplos utilizados por país y negocio

## Resumen de múltiplos utilizados (US\$mm)

				VF/EBITDA 2017E		
Nombre	País	Cap. bursátil	ADTV <sup>1</sup> 3M	Mediana <sup>2</sup>	Min <sup>2</sup>	Max <sup>2</sup>
<b>Argentina</b>						
<b>Generación<sup>3,4</sup></b>				3,7x	2,7x	4,7x
Pampa Energía	Argentina	1.857	8,2	4,7x		
<b>Distribución y transmisión<sup>3</sup></b>				2,4x	1,4x	3,4x
Edenor	Argentina	790	1,0	3,4x		
				VF/EBITDA 2017E		
Nombre	País	Cap. bursátil	ADTV <sup>1</sup> 3M	Mediana	Min	Max
<b>Brasil</b>						
<b>Generación</b>				5,4x	4,8x	6,3x
Tractebel Energía	Brasil	7.809	9,2	6,3x		
CESP	Brasil	1.217	4,3	4,8x		
AES Tietê	Brasil	1.761	6,6	5,3x		
<b>Distribución</b>				6,1x	5,1x <sup>4</sup>	8,9x <sup>4</sup>
CPFL Energía	Brasil	6.545	16,7	9,4x		
CEMIG <sup>4</sup>	Brasil	2.860	22,5	7,1x		
COPEL <sup>4</sup>	Brasil	2.497	10,9	5,4x		
EDP <sup>4</sup>	Brasil	2.023	10,2	6,1x		
Light <sup>4</sup>	Brasil	718	3,4	5,1x		
Eletropaulo	Brasil	442	2,2	3,4x		
Equatorial Energía	Brasil	3.017	14,3	8,9x		
<b>Transmisión</b>				8,1x	7,3x	9,2x
TAESA	Brasil	2.065	3,0	7,7x		
CTEEP	Brasil	2.930	7,9	9,2x		
Alupar	Brasil	970	0,9	7,3x		
				VF/EBITDA 2017E		
Nombre	País	Cap. bursátil	ADTV <sup>1</sup> 3M	Mediana	Min	Max
<b>Pacífico</b>						
<b>Generación</b>				8,0x	7,7x	8,9x
Colbun	Chile	4.263	1,8	8,0x		
AES Gener	Chile	4.121	1,0	8,0x		
E-CL	Chile	1.801	1,0	7,7x		
Endesa Chile	Chile	7.604	9,2	8,9x		
<b>Distribución y transmisión</b>				7,8x	6,5x	10,5x
Enersis Chile	Chile	5.772	8,3	6,5x		
Aguas Andinas	Chile	3.521	2,2	10,5x		
ISA	Colombia	3.399	1,6	6,5x		

### Rango de múltiplos utilizado

Fuente: Capital IQ, compañías. Nota: Precios de mercado al 30 de junio de 2016

<sup>1</sup> Promedio del volumen diario transado para los últimos 3 meses; <sup>2</sup> Rango de valorización considera el menor/mayor múltiplo de la lista de comparables. En el caso de generación y distribución Argentina (solo un comparable), considera un rango de +/-1,0x en torno al comparable. En el caso de distribución Brasil rango excluye observaciones extremas (CPFL Energía y Eletropaulo). Punto medio del rango considera mediana para aquellos grupos con más de tres comparables, y promedio para el resto; <sup>3</sup> Punto medio del rango considera un descuento de 1,0x con respecto a múltiplos de mercado; <sup>4</sup> Empresas Integradas incluyendo diferentes negocios eléctricos, principalmente generación y distribución

## Ejercicio teórico de calculo de múltiplos

Resumen	Argentina	Brasil	Colombia	Perú
Generación	5,3x	6,8x	9,5x	11,6x
Distribución	5,0x	6,6x	9,0x	10,8x

### Cálculo detallado múltiplos de generación

	Argentina	Brasil	Colombia	Perú
EBITDA	100	100	100	100
Tasa impuestos <sup>1</sup>	35%	34%	34%	26%
Capex <sup>2</sup>	(15)	(15)	(15)	(15)
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>55</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>59</b>
Riesgo país	5,1%	4,0%	2,8%	2,1%
Beta desapalancado	1,00	0,80	0,70	0,70
Deuda/Capitalización	15%	20%	25%	25%
<b>WACC implícito</b>	<b>12,5%</b>	<b>10,1%</b>	<b>8,3%</b>	<b>7,8%</b>
Crec. esperado	2,0%	2,0%	2,5%	2,5%
<b>Valor Firma</b>	<b>533</b>	<b>684</b>	<b>950</b>	<b>1.156</b>
<b>VF/EBITDA implícito</b>	<b>5,3x</b>	<b>6,8x</b>	<b>9,5x</b>	<b>11,6x</b>

### Cálculo detallado múltiplos de distribución

	Argentina	Brasil	Colombia	Perú
EBITDA	100	100	100	100
Tasa impuestos	35%	34%	34%	26%
(-) Capex <sup>2</sup>	(30)	(30)	(30)	(30)
<b>(=) Flujo de caja libre</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>48</b>
Riesgo país	5,1%	4,0%	2,8%	2,1%
Beta desapalancado	0,85	0,65	0,60	0,60
Deuda/Capitalización	25%	35%	35%	35%
<b>WACC implícito</b>	<b>11,2%</b>	<b>8,8%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,2%</b>
Crec. esperado	2,0%	2,0%	2,5%	2,5%
<b>Valor Firma</b>	<b>496</b>	<b>661</b>	<b>895</b>	<b>1.083</b>
<b>VF/EBITDA implícito</b>	<b>5,0x</b>	<b>6,6x</b>	<b>9,0x</b>	<b>10,8x</b>





Nota: Fuente: Capital IQ, información financiera compañías

<sup>1</sup>Considera 9% CREE en Colombia y 5% de Participación de Trabajadores en Perú

<sup>2</sup>Considera depreciación = Capex

# Resumen de valorización de compañías individuales

**Tabla resumen de valorización por múltiplos de principales compañías pertenecientes a Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas (US\$mm)**

	Compañía	Negocio	VF/EBITDA '17E	VF/MW (US\$mm/MW)	VF/Cientes (US\$/cliente)	Valor activos o valor firma	Valor patrimonio <sup>1</sup>	Enersis Américas		Endesa Américas		Chilectra Américas	
								Prop. (%)	Pat. prop.	Prop. (%)	Pat. prop.	Prop. (%)	Pat. prop.
	Chocón	Gx	3,7x	0,25		342	277	39%	108	65%	180	-	-
	Costanera	Gx	3,7x	0,10		222	157	45%	71	76%	119	-	-
	Dock Sud <sup>2</sup>	Gx	3,7x	0,23		198	153	40%	61	-	-	-	-
	Edesur	Dx	2,4x		136	513	344 <sup>4</sup>	72%	246	1%	2	34%	117
	TESA	Tx	2,4x			4	(22)	84%	(18)	37%	(8)	11%	(2)
	CTM	Tx	2,4x			3	(22)	84%	(18)	37%	(8)	11%	(2)
	Otros Arg.		n.a.			3	8	n.a.	6	n.a.	5	n.a.	0
	Cachoeira	Gx	5,4x	0,89		590	626	84%	527	37%	232	11%	70
	Fortaleza	Gx	5,4x	1,40		457	457	84%	385	37%	170	11%	51
	Ampla	Dx	6,1x		360	1.638	593	92%	546	17%	103	37%	217
	Coelce	Dx	6,1x		302	1.734	1.408	65%	913	22%	308	7%	93
	CIEN	Tx	8,1x			650	634	84%	535	37%	235	11%	71
	Com. e Serv.	Otro	5,8x			77	75	84%	63	37%	28	11%	8
	Enel Brasil	Hold.	5,8x			(244)	249	84%	210	37%	92	11%	28
	Emgesa	Gx	8,0x	1,66		5.761	4.071	38%	1.536	27%	1.094	0%	0
	Codensa	Dx	7,8x		840	3.678	3.018	48%	1.461		-	9%	282
	Edegel <sup>2</sup>	Gx	8,0x	1,09		2.164	2.012	59%	1.179	63%	1.257	-	-
	Chinango	Gx	8,0x			313	283	47%	133	50%	141	-	-
	EEPSA	Gx	8,0x			391	349	97%	337	-	-	-	-
	Edelnor	Dx	7,8x		910	1.854	1.447	76%	1.093	-	-	16%	225
	Otros Perú		n.a.			(2)	(5)	n.a.	(6)	n.a.	0	n.a.	9
<b>Holding<sup>3</sup></b>	Enersis Amér.	Hold.	10,0x			(172)	1,174	100%	1,174	-	-	-	-
	Endesa Amér.	Hold.	10,0x			(26)	36	60%	21	100%	36	-	-
	Chilectra Amér.	Hold.	10,0x			(18)	(154)	99%	(153)	-	-	100%	(154)
<b>Patrimonio</b>								<b>10.411</b>		<b>3.987</b>		<b>1.015</b>	

Nota 1: Valor de activos y patrimonio para cada compañía corresponde al punto medio del rango de valorización

Nota 2: Múltiplo VF/EBITDA 17E calculado en moneda local

<sup>1</sup> Considera 100% del patrimonio

<sup>2</sup> Considera una normalización del EBITDA 2017E, calculada como el promedio de los EBITDAs esperados en 2016 y 2018, para suavizar el efecto de desviaciones no recurrentes en la proyección de 2017

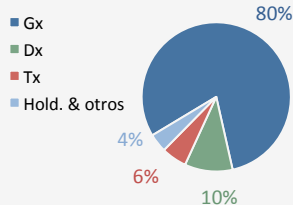
<sup>3</sup> Considera un mayor múltiplo de holding dada la mayor conversión de EBITDA a FCF

<sup>4</sup> Considera únicamente una porción de la deuda con CAMMESA (~30%) de un total de AR\$9,367mm (US\$629mm)

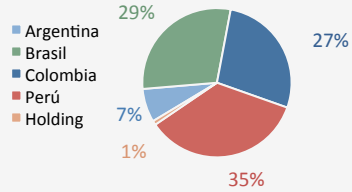
# Resumen de valorización por múltiplos de Endesa Américas

## Composición del valor del patrimonio de Endesa Américas (US\$mm)

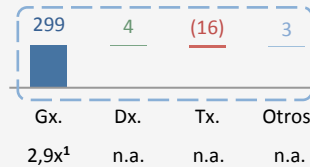
Composición de valor por negocio



Composición de valor por país

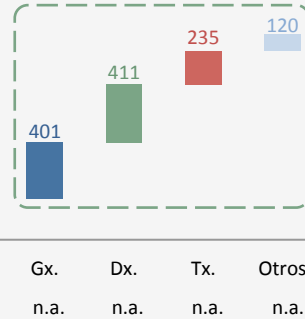


Argentina: US\$290mm; 2,9x



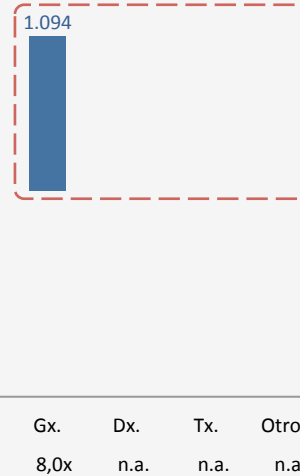
Argentina

Brasil: US\$1.168mm; n.a.



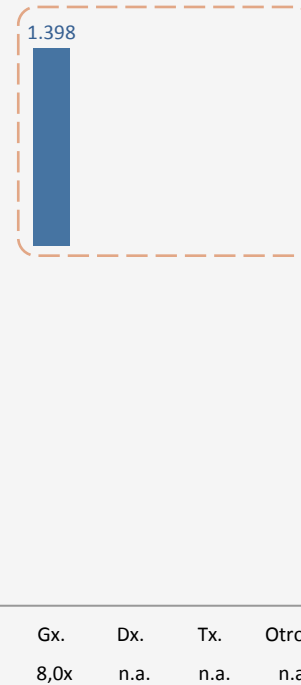
Brasil

Colombia: US\$1.094mm; 8,0x



Colombia

Perú: US\$1.398mm; 8,0x



Perú

Valorización en base a EBITDA de Proyecciones Financieras corresponde a un ~5% sobre el precio actual de mercado

36

3.987  
(CLP\$321/acción)

Holding

Valor Patrimonio

Fuente: Capital IQ, Estados Financieros de las compañías, Proyecciones Financieras. Precios de mercado al 30 de junio de 2016

Nota 1: Bajo el eje horizontal se muestran los múltiplos VF/EBITDA 17E promedio de los negocios consolidados por la compañía

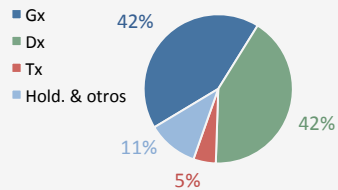
Nota 2: Múltiplos calculados en moneda local

<sup>1</sup> Valor firma utilizado para cálculo de múltiplo se ajusta según los saldos asociados a FONINVEMEM y VOSA

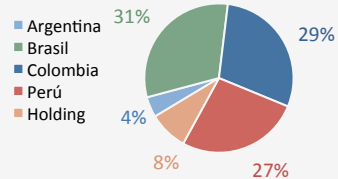
# Resumen de valorización por múltiplos de Enersis Américas

## Composición del valor del patrimonio de Enersis Américas (US\$mm)

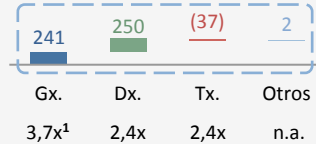
Composición de valor por negocio<sup>3</sup>



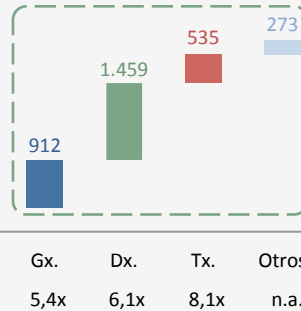
Composición de valor por país<sup>3</sup>



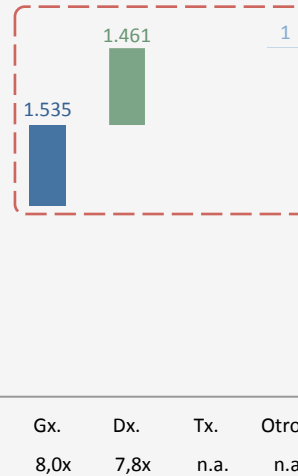
Argentina: US\$456mm; 2,9x



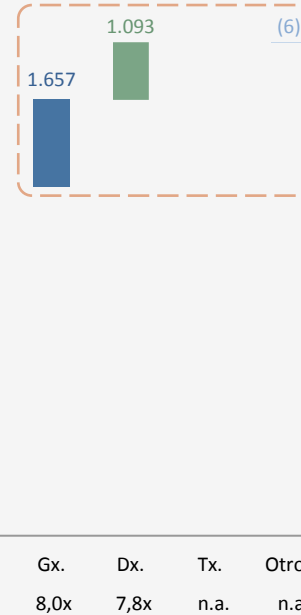
Brasil: US\$3.179mm; 6,2x



Colombia: US\$2.997mm; 7,9x



Perú: US\$2.736mm; 7,9x



Valorización en base a EBITDA de Proyecciones Financieras corresponde a un ~23% sobre el precio actual de mercado

1.042<sup>2</sup>

10.411  
(CLP\$140/acción)

Holding

Valor  
Patrimonio

Fuente: Capital IQ, Estados Financieros de las compañías, Proyecciones Financieras. Precios de mercado al 30 de junio de 2016

Nota 1: Bajo el eje horizontal se muestran los múltiplos VF/EBITDA 17E promedio de los negocios consolidados por la compañía

Nota 2: Múltiplos calculados en moneda local

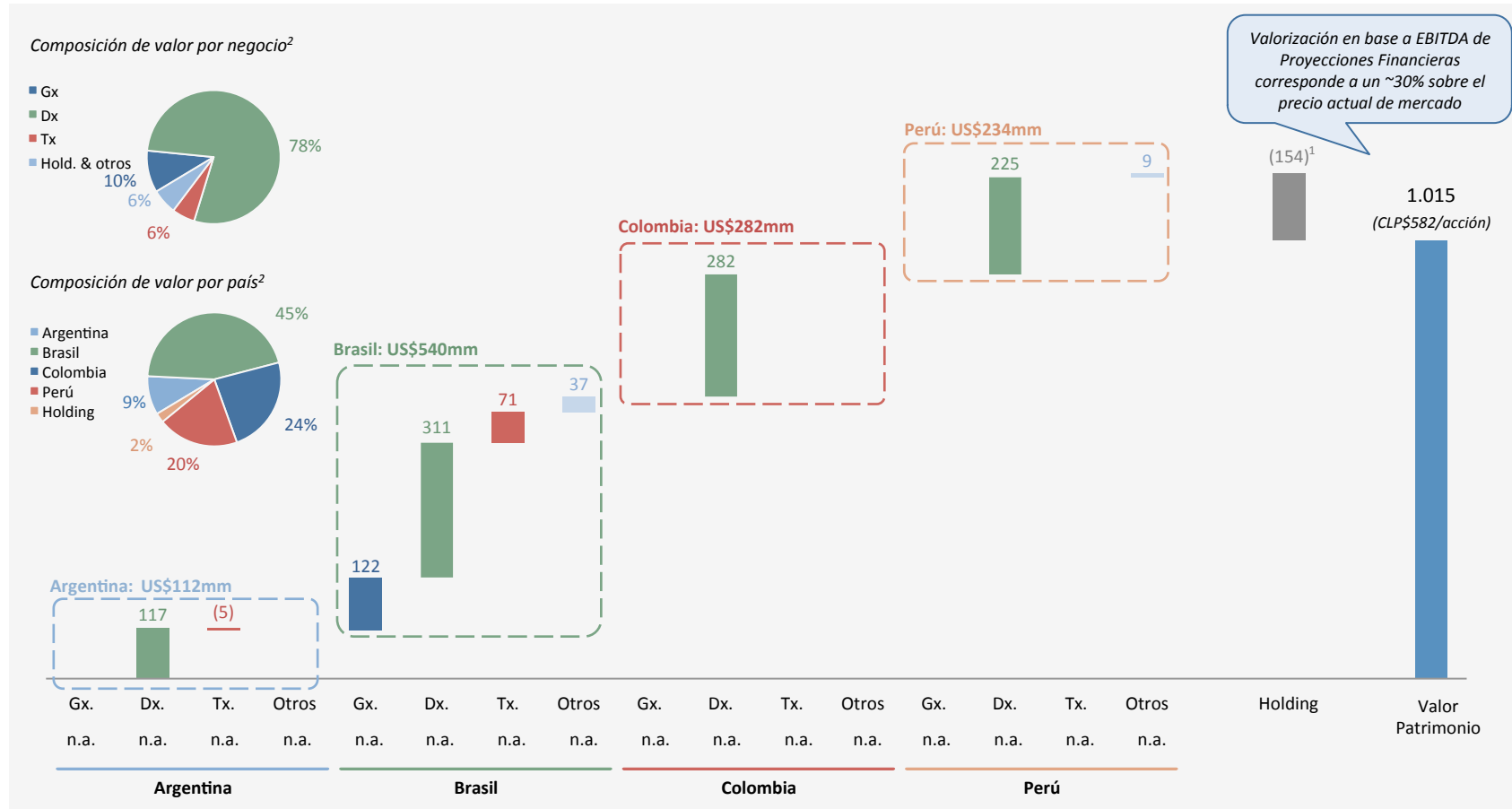
<sup>1</sup> Valor firma utilizado para cálculo de múltiplo se ajusta según los saldos asociados a FONINVEEM y VOSA

<sup>2</sup> Se considera dividendo a los accionistas de Chilectra Américas por un monto de CLP120.000mm, el que, de acuerdo a lo informado por la administración de dicha sociedad, será sometida a consideración de los accionistas de Chilectra Américas en la Junta Extraordinaria de Accionistas que delibere acerca de la Fusión

<sup>3</sup> Composición no considera la distribución de dividendo a los accionistas de Chilectra por un monto de CLP120.000mm

# Resumen de valorización por múltiplos de Chilectra Américas

## Composición del valor del patrimonio de Chilectra Américas (US\$mm)



Fuente: Capital IQ, Estados Financieros de las compañías, Proyecciones Financieras. Precios de mercado al 30 de junio de 2016

Nota 1: Bajo el eje horizontal se muestran los múltiplos VF/EBITDA 17E promedio de los negocios consolidados por la compañía

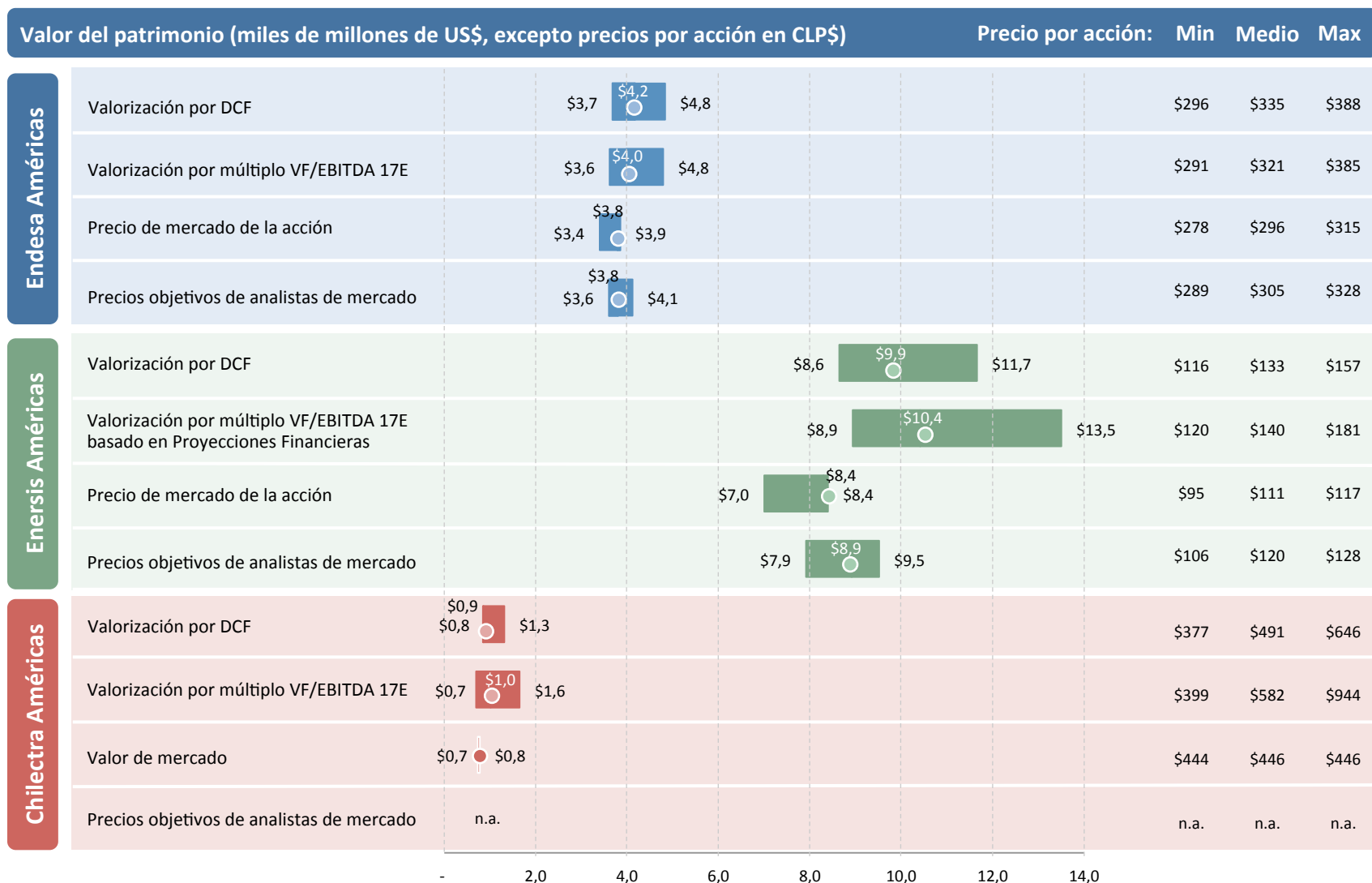
Nota 2: Múltiplos calculados en moneda local

<sup>1</sup> Se considera la distribución de un dividendo a los accionistas de Chilectra Américas por un monto de CLP120.000mm, el que, de acuerdo a lo informado por la administración de dicha sociedad, será sometida a consideración de los accionistas de Chilectra Américas en la Junta Extraordinaria de Accionistas que delibere acerca de la Fusión

<sup>2</sup> Composición no considera la distribución de dividendo a los accionistas de Chilectra por un monto de CLP120.000mm

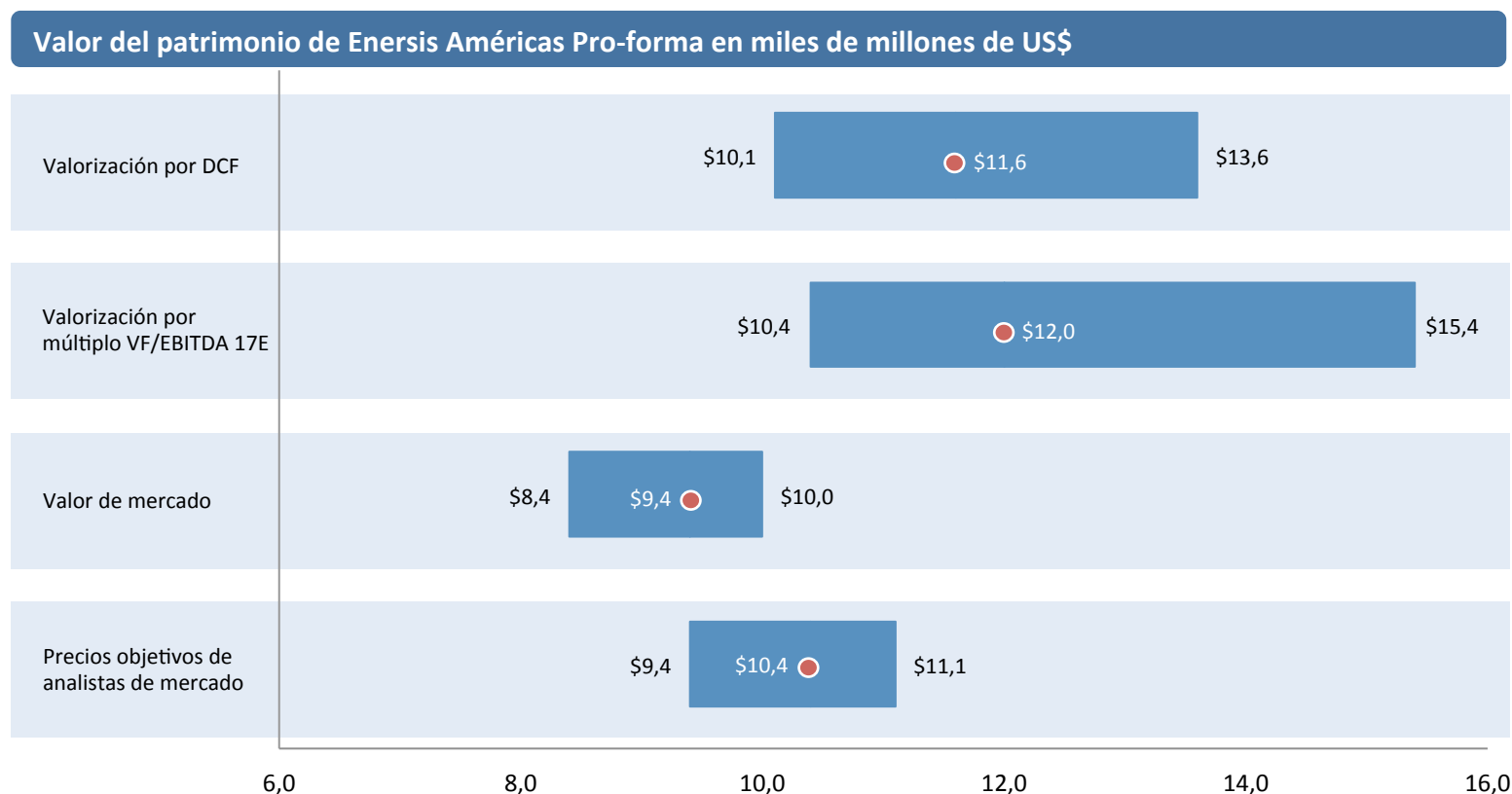


# Resumen análisis de valor de Endesa Américas, Chilectra Américas y Enersis Américas



Nota 1: Rango de las valorizaciones en base a múltiplos se construye con la combinación de múltiplos transables que maximiza/minimiza valor de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas. En el caso del DCF, se sensibilizó basado en factores de 0,95x y 1,05x para el WACC y +/- 50bps en crecimiento en perpetuidad utilizado en el valor terminal; Nota 2: Punto destacado del rango corresponde al escenario base en el caso de las valorizaciones por DCF y múltiplos, al precio de mercado al 30 de junio de 2016 en el caso del precio de mercado de la acción y la mediana en el caso de los precios objetivos de analistas de mercado

## Resumen valorización de Enersis Américas Pro-forma



Nota 1: Rango de las valorizaciones en base a múltiplos se construye con la combinación de múltiplos transables que maximiza/minimiza valor de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas. En el caso del DCF, se sensibilizó basado en factores de 0,95x y 1,05x en el caso del WACC y +/- 50bps en crecimiento del valor terminal

Nota 2: Punto destacado del rango corresponde al escenario base en el caso de las valorizaciones por DCF y múltiplos, al precio de mercado al 30 de junio de 2016 en el caso del precio de mercado de la acción y la mediana en el caso de los precios objetivos de analistas de mercado

# Agenda

I.	Introducción y resumen ejecutivo	3
II.	Descripción de la Fusión	16
1.	Antecedentes y descripción de la transacción propuesta	16
2.	Alcance del trabajo de Tyndall	32
III.	Análisis desarrollado por Tyndall	36
1.	Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas	36
2.	Análisis de la Relación de Canje de Referencia	65
3.	Consideraciones respecto de la contribución de la Fusión al interés social	72
4.	Consideraciones adicionales	76
IV.	Conclusiones	82
V.	Apéndice	87

## Contribución Relativa a Enersis Américas y relación de canje

- Una vez valorizadas Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas, corresponde analizar la contribución relativa de cada una en la Fusión
- Para nuestro análisis utilizamos dos formas, equivalentes, de parametrizar la contribución de los accionistas de Endesa Américas en la Fusión
  - Contribución Relativa de los accionistas minoritarios de Endesa Américas en la Fusión
    - Corresponde al porcentaje del valor del patrimonio de la Enersis Américas Pro-forma que es aportado por los accionistas minoritarios de Endesa Américas

$$\text{Contribución Relativa accionistas minoritarios de Endesa Américas} = \frac{\text{Valor patrimonio Endesa Américas} \times \text{Porcentaje de propiedad accionistas minoritarios}}{\text{Valor patrimonio Enersis Américas Pro-forma}}$$

- Relación de canje
  - Corresponde al número de acciones de la Enersis Américas Pro-forma a recibir por cada acción de Endesa Américas

$$\text{Relación de canje} = \frac{\text{Precio acción Endesa Américas}}{\text{Precio acción Enersis Américas}} = \text{Número de acciones de Endesa Américas a entregar por cada acción de Enersis Américas}$$

- Dado que la Fusión involucra tres sociedades (Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas), para efectos del análisis de Contribución Relativa y relación de canje para los accionistas de Endesa Américas, se asume como dato exógeno la relación de canje entre acciones de Chilectra Américas y Enersis Américas contenida en la Relación de Canje de Referencia (4,0 acciones de Enersis Américas por cada acción de Chilectra Américas)
  - Dado los tamaños relativos de las entidades participantes en la Fusión y la participación accionaria de Enersis Américas en Chilectra Américas (99,1%), la relación de canje entre acciones de Endesa Américas y Enersis Américas es poco sensible a cambios en la relación de canje entre acciones de Chilectra Américas y Enersis Américas

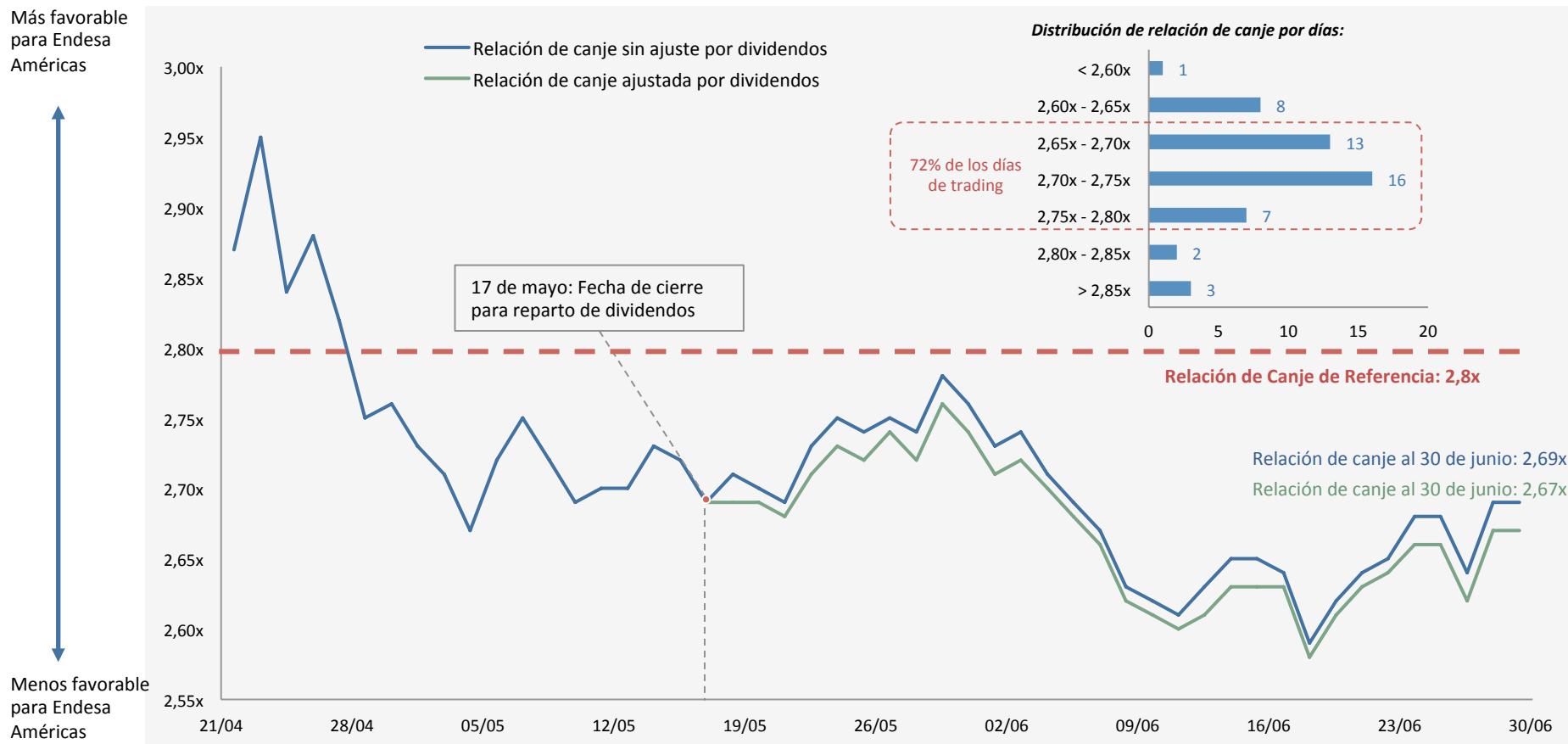
# Análisis de la relación de canje histórica (1/2)

## Consideraciones

- La relación de canje o “ratio” histórico muestra la evolución del precio relativo de las acciones de dos compañías que transan en bolsa durante un período determinado de tiempo (el período de análisis)
- Este ratio se calcula dividiendo, para cada día de transacción bursátil del período de análisis, el precio (de cierre) de la acción la sociedad a ser absorbida por el precio de las acción de la sociedad absorbente
- El ratio resultante expresa, para cada fecha incluída en el análisis, el precio de la acción de la sociedad a ser absorbida en términos de acciones de la sociedad absorbente y representa el número de acciones de la absorbente que sería necesario entregar a los accionista de la absorbida por cada acción de esta última
- Se trata, por tanto, de una metodología (i) de valorización relativa (ii) en base a parámetros de mercado que ofrece un referente para contextualizar la relación de canje propuesta para una fusión, comparándola con la evolución histórica de los precios relativos de las dos acciones
- Aspectos relevantes a considerar al utilizar esta metodología:
  - Liquidez de las acciones / volúmenes transados a distintos precios
  - Ausencia de factores (v.g., rumores de compra, eventos extaordinarios, etc), ajenos al desempeño propiamente tal de las compañías, que puedan haber afectado o estar afectando los precios de mercado de las respectivas compañías
    - El objetivo del análisis es determinar la relación de canje “neutral” sobre la base de precios de mercado “no afectados”
    - Por ello, para realizar el análisis se suele utilizar períodos de tiempo en que los precios de las acciones todavía no incorporan información relativa a la transacción objeto del análisis
  - Seguimiento relativo por parte de analistas de mercado
  - Cambios en el patrimonio producto de (i) distribuciones a los accionistas (dividendos o recompra de acciones) y (ii) emisión de nuevas acciones
- En el caso de Enersis Américas y Endesa Américas, desde el inicio de su cotización en bolsa los precios de mercado de sus acciones se encuentran “afectados” por la información relativa a la Reorganización Societaria y la Fusión, en particular respecto de la Relación de Canje de Referencia dada a concer en la Junta de División
- Adicionalmente, con posterioridad a la Junta de División, las tres compañías a ser fusionadas distribuyeron dividendos con posterioridad a la Junta de División en una proporción distinta a aquella implícita en la Relación de Canje de Referencia

## Análisis de la relación de canje histórica (2/2)

### Relación de canje histórica



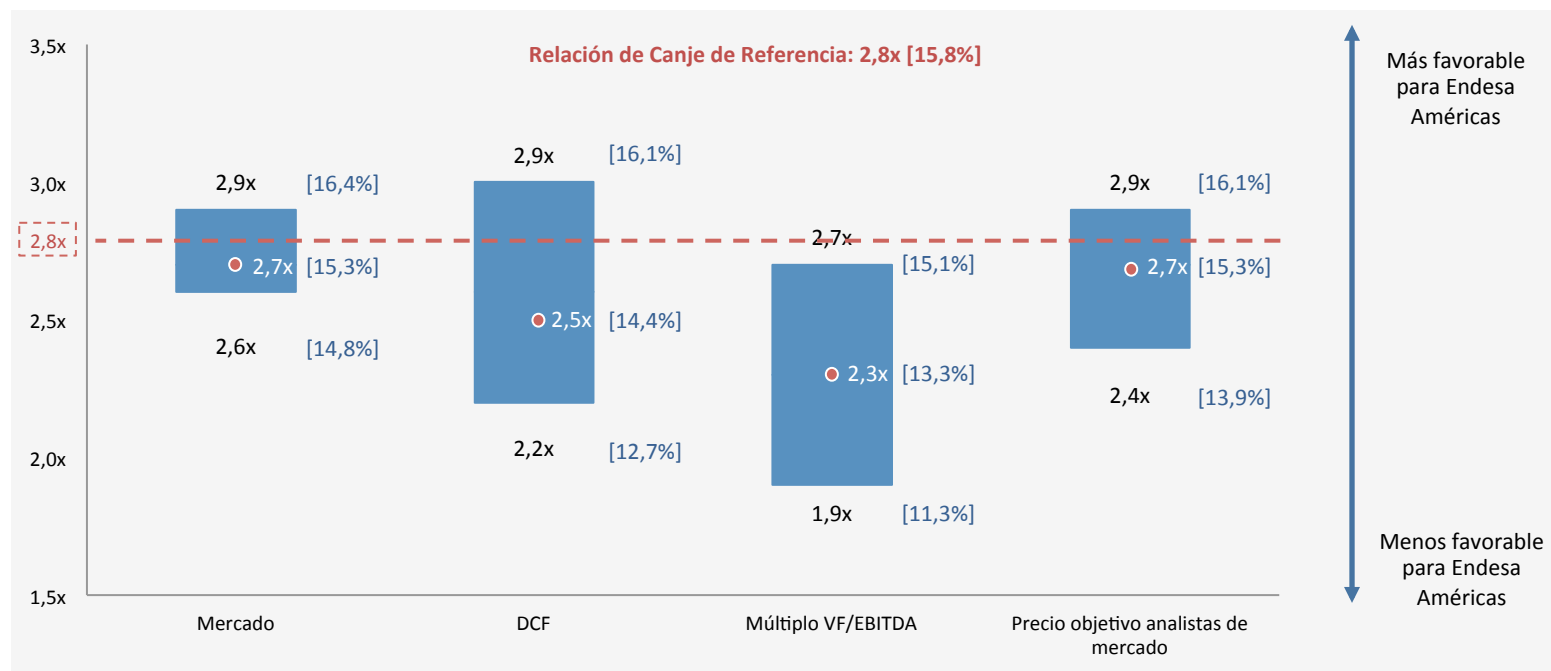
- En general, la relación de canje implícita en los precios de mercado de las acciones es levemente inferior a la Relación de Canje de Referencia, presumiblemente debido a que la relación de canje tiene incorporado el riesgo de que la Fusión no se materialice o que los Términos y Condiciones de la Fusión sean modificados
- Es razonable esperar una convergencia hacia 2,8x a medida que se acerca la fecha de la Fusión

Fuente: Capital IQ

<sup>1</sup> El 17 de mayo fue la fecha límite para el reparto de dividendos en Endesa Américas y Enersis Américas. En el caso de Endesa Américas, el dividendo correspondió a CLP\$9,37 por acción, mientras que en el caso de Enersis Américas correspondió a CLP\$4,17 por acción

# Relación de canje y contribución relativa a Enersis Américas Pro-forma de acuerdo a las distintas metodologías de valorización

## Relación de canje de acuerdo a distintas metodologías de valorización



Nota 1: Cifras entre paréntesis corresponden a la participación de los accionistas minoritarios de Endesa Américas en Enersis Américas Pro-forma

Nota 2: Punto destacado del rango corresponde al escenario base en el caso de las valorizaciones por DCF y múltiplos, al precio de mercado al 30 de junio de 2016 en el caso del precio de mercado de la acción y la mediana en el caso de los precios objetivos de analistas de mercado

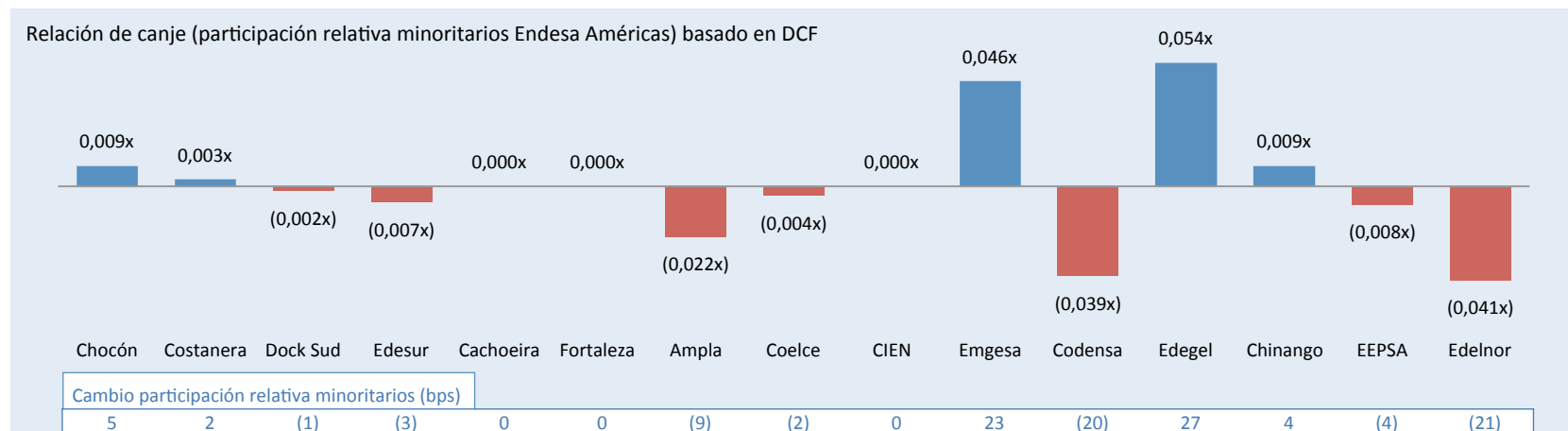
Nota 3: Para la construcción del rango se utilizó la combinación de tasas de descuento y crecimientos en perpetuidad (caso DCF), o múltiplos (valorización por múltiplos), que maximiza y minimiza la participación de los accionistas minoritarios de Endesa Américas en la Enersis Américas Pro-forma

# Análisis de sensibilidad de la relación de canje ante variaciones en la valorización de las compañías operativas

## Consideraciones

- El gráfico muestra el impacto que tiene en la relación de canje un cambio en el valor de las compañías operativas que forman parte de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas
- Las barras muestran el aumento o disminución en la relación de canje en caso de aumentar en 10% el valor firma de cada una de las compañías destacadas (entre paréntesis se muestra el impacto de dicho aumento en la propiedad final de los accionistas minoritarios de Endesa Américas en Enersis Américas Pro-forma)
- El gráfico está calculado en base a una valorización por DCF que en su punto medio resulta en una relación de canje de 2,5x (14,4% de propiedad de los minoritarios de Endesa Américas en Enersis Américas Pro-forma)
- Como se observa en el gráfico, un aumento de valor en las compañías generadoras en Perú y Colombia es el que tendría el mayor impacto positivo en la relación de canje (aumento de 0,046x en el caso de Emgesa y 0,054x en el caso de Edegel). Por otro lado, un aumento de 10% en el valor firma de las compañías distribuidoras en Perú y Colombia es el que tiene el mayor impacto negativo en la relación de canje (disminución de 0,039x en el caso de Codensa y 0,041x en el caso de Edelnor)
- En relación a las compañías argentinas, Chocón es la que tendría un mayor impacto en la relación de canje, con un aumento de 0,009x en el caso de un aumento de su valor firma de 10%
- En Brasil, Ampla es la compañía que tendría mayor impacto con una disminución de 0,022x en la relación de canje para un aumento de 10% de su valor firma

## Impacto en la relación de canje de un 10% de aumento de cada compañía operativa destacada





## Consideraciones respecto al análisis de la relación de canje

- Los rangos para la estimación de la contribución relativa obtenida por medio de valorización por múltiplos y DCF corresponden a los valores mínimos y máximos posibles bajo distintas combinaciones de las variables sensibilizadas (test de condiciones de borde)
  - Se utilizó la combinación de tasas de descuento y crecimientos en perpetuidad (caso DCF), o múltiplos (valorización por múltiplos), que maximiza y minimiza la participación de los accionistas minoritarios de Endesa Américas en la Enersis Américas Pro-forma
- En el caso de los rangos de mercado y de analistas de mercado, corresponden a los valores máximos y mínimos observados
- Dado que (i) Enersis Américas participa en la propiedad de Endesa Américas y de Chilectra Américas, (ii) Enersis Américas también participa en varias de las entidades en que participan Endesa Américas y de Chilectra Américas, y (iii) Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas son accionistas de Enel Brasil, el rango de la contribución relativa tiene un comportamiento relativamente estable, aún en escenarios de valorización significativamente distintos
- **La Relación de Canje de Referencia se ubica en la parte superior del rango y por sobre el punto medio de la relación de canje obtenida por las dos metodologías de valorización utilizadas, así como también de los valores de mercado y precios objetivo de analistas de mercado**
  - **Más aún, nuestro análisis de sensibilidad sugiere que, aún en caso de modificarse las valorizaciones de activos operativos específicos, la relación de canje no tiene variaciones significativas, considerando muy poco probable que variaciones en el valor de los activos operativos puedan ocasionar que el valor de la Relación de Canje de Referencia se ubique por debajo del rango obtenido**
- Por lo tanto, estimamos que si la Fusión se aprueba con dicha relación de canje, se ajustaría en cuanto a condiciones de “precio” a aquellas que prevalecen actualmente en el mercado

# Agenda

I.	Introducción y resumen ejecutivo	3
II.	Descripción de la Fusión	16
1.	Antecedentes y descripción de la transacción propuesta	16
2.	Alcance del trabajo de Tyndall	32
III.	Análisis desarrollado por Tyndall	36
1.	Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas	36
2.	Análisis de la Relación de Canje de Referencia	65
3.	Consideraciones respecto de la contribución de la Fusión al interés social	72
4.	Consideraciones adicionales	76
IV.	Conclusiones	82
V.	Apéndice	87

## Metodología utilizada para determinar posible contribución de la Fusión al interés social de Endesa Américas (1/3)

- Desde una perspectiva meramente financiera, es razonable suponer que una transacción contribuye al interés social de una compañía, en la medida en que el valor económico para los accionistas de dicha empresa sea mayor en caso de realizarse la transacción que en el caso de no realizarse
- De acuerdo a este criterio, para analizar si la Fusión contribuye al interés social de Endesa Américas es necesario realizar un Análisis de Creación de Valor, que consiste en comparar el valor de los activos netos o patrimonio de Endesa Américas en caso de continuar operando en forma independiente ("**Valor Sin Fusión**") con el valor pro-forma que resultaría para los accionistas de Endesa Américas si se materializara la Fusión en los términos propuestos ("**Valor Pro-forma**")
  - Si la diferencia entre Valor Pro-forma y Valor Sin Fusión es positiva, se entiende que la transacción crea valor
  - Si la diferencia entre Valor Pro-forma y Valor Sin Fusión es negativa, se entiende que la transacción destruye valor
  - El monto estimado de valor creado o destruido por la transacción sería igual al monto de dicha diferencia
- Para que el análisis sea coherente, los Valores Sin Fusión y Pro-forma deben ser estimados con la misma metodología (valores de mercado, DCF, múltiplos, etc.) y utilizando supuestos que sean consistentes
- En el caso particular de la Fusión, el Análisis de Creación de Valor supondría efectuar la siguiente comparación:
  - Valor de patrimonio de Endesa Américas a una determinada fecha, bajo el supuesto que continúa operando sin que se materialice la Fusión ("**Endesa Américas Sin Fusión**"); versus
  - Participación que le correspondería a los accionistas de Endesa en Enersis Américas de acuerdo a la Relación de Canje de Referencia ("**Participación Enersis Américas**")
- De esa forma, el valor creado (destruido) por la Fusión se obtendría resolviendo:

**Creación (destrucción) de valor = *Participación Enersis Américas – Endesa Américas Sin Fusión***

# Metodología utilizada para determinar posible contribución de la Fusión al interés social de Endesa Américas (2/3)

- Para realizar el Análisis de Creación de Valor en los términos descritos respecto de la Fusión, se requeriría:
  - Proyecciones financieras y operativas para Endesa Américas Sin Fusión
  - Proyecciones financieras y operativas para Enersis Américas Pro-forma
- A la fecha, sin embargo, Enersis Américas y Endesa Américas han producido la información bajo el supuesto que se materializa la Fusión, esto es, una proyección de flujo de caja, incluida proyección de EBITDA, para Endesa Américas, Chilectra Américas y Enersis Américas individual y para las sociedades operativas que forman parte de sus respectivos grupos, que ya incluiría los efectos de la Fusión (es decir, no existe una proyección “sin Fusión” para estas compañías)

En este escenario, utilizamos dos mecanismos para estimar si es esperable que la Fusión cree valor para los accionistas de Endesa Américas

- Comparar la Relación de Canje de Referencia con la relación de canje estimada según las distintas metodologías de valorización
  - Si la Relación de Canje de Referencia se encuentra por sobre el punto medio del rango, es esperable que la Fusión, en caso de realizarse de acuerdo a los Términos y Condiciones de la Fusión, cree valor para los accionistas de Endesa Américas
- Estimar si la no materialización de la Fusión tendría un impacto positivo o negativo en el precio actual de la acción de Endesa Américas
  - Actualmente Endesa Américas es una matriz que posee participaciones controladoras (pero no necesariamente mayoritarias en términos económicos), en activos de generación en Argentina, Perú y Colombia, y de una participación minoritaria en el negocio de distribución y generación en Brasil
  - En caso de no materializarse la Fusión, existen factores y riesgos que pueden impactar negativamente el valor de la acción de Endesa Américas
    - Probablemente Endesa Américas requeriría de una estructura administrativa a nivel de matriz que actualmente no existe y cuyo costo no se encuentra contemplado en las Proyecciones Financieras (costo adicional)
    - Posibles descuentos en el precio de la acción respecto del valor de los activos subyacentes
      - i. Endesa Américas tendría participaciones minoritarias (Enel Brasil), e intereses minoritarios (Colombia, Perú y Argentina) que son relevantes y que podrían dificultar el seguimiento y valorización de la acción por parte del mercado
    - Conflicto de interés a nivel de Enel respecto al vehículo a utilizar para crecer en América Latina (Enersis Américas, donde su porcentaje de propiedad es del 60,62% vs. Endesa Américas, donde sólo es propietaria del 36,36% de los derechos económicos), que podría perjudicar el precio de mercado de la acción
    - Potencial disminución en la liquidez de la acción
  - Adicionalmente, con la Fusión se eliminarían una serie de gastos relacionados a la mantención de una sociedad anónima abierta que además cuenta con un programa de ADRs, incluyendo gastos por concepto de honorarios profesionales de abogados y auditores, relación con inversionistas y Directorio

## Metodología utilizada para determinar posible contribución de la Fusión al interés social de Endesa Américas (3/3)

- Considerando la posición de los actuales accionistas de Endesa Américas, el precio de mercado de la acción y la Relación de Canje de Referencia, desde un punto de vista puramente financiero de creación de valor, concurrir a la Fusión sería positivo para los accionistas de Endesa Américas
- Dado que nuestro análisis sugiere que, desde un punto de vista puramente financiero, la Fusión sería positiva para los accionistas de Endesa Américas y considerando además que el valor de Endesa Américas podría verse afectado negativamente si la Fusión no se materializa, concluimos que la realización de la Fusión, considerando los Términos y Condiciones de la Fusión, contribuiría al interés social de Endesa Américas

# Agenda

I.	Introducción y resumen ejecutivo	3
II.	Descripción de la Fusión	16
1.	Antecedentes y descripción de la transacción propuesta	16
2.	Alcance del trabajo de Tyndall	32
III.	Análisis desarrollado por Tyndall	36
1.	Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas	36
2.	Análisis de la Relación de Canje de Referencia	65
3.	Consideraciones respecto de la contribución de la Fusión al interés social	72
4.	Consideraciones adicionales	76
IV.	Conclusiones	82
V.	Apéndice	87

# Consideraciones respecto a los Términos y Condiciones de la Fusión (1/5)

## Consideraciones respecto a la OPA (1/2)

- En el contexto de una fusión, aquellos accionistas disidentes que no aprueben la operación tienen en el derecho a retiro un mecanismo de protección (más información respecto a la determinación del precio de mercado con ocasión del derecho a retiro en la página 94)
- Con anterioridad a las Divisiones, y dadas las etapas y plazos del proceso de Reorganización Societaria propuesta, algunos accionistas de Endesa manifestaron su aprehensión respecto a la eficacia del mecanismo del derecho a retiro en el contexto de la Reorganización Societaria
  - El precio de ejercicio del derecho a retiro se calcula durante el período de 60 días hábiles bursátiles entre el trigésimo y nonagésimo día hábil bursátil previo a la junta de accionistas que apruebe una fusión
  - Sin embargo, dado que en el contexto de la Reorganización Societaria las compañías a ser fusionadas sólo iban a transar en bolsa con posterioridad al anuncio de la Relación de Canje de Referencia, el precio de la acción de Endesa Américas, y por consiguiente el “precio de mercado” para efectos del derecho a retiro, ya tendría incorporado el efecto de la Fusión
  - Por lo tanto, si un accionista disidente estimaba que la Relación de Canje de Referencia le era desfavorable, el derecho a retiro no le otorgaría protección desde un punto de vista de valorización (posibilidad de vender al valor de la acción previo a la Fusión propuesta), sino que simplemente le permitiría vender todas sus acciones a un precio de mercado ya afectado por la Relación de Canje de Referencia (esto es, sólo le otorgaría liquidez)
- El anuncio de Enersis (hoy Enersis Américas) respecto a su intención de lanzar una OPA por hasta el 40,02% de las acciones de Endesa Américas sujeto a las Condiciones de la OPA mencionadas en la página 26 del presente Informe, tenía como fin proveer a los accionistas de Endesa mayor certidumbre respecto al precio mínimo al que podrían enajenar las acciones de Endesa Américas que recibirían como consecuencia de la división de Endesa, en caso de que consideraran que la Fusión les era desfavorable
- Si bien el Precio de la OPA (CLP\$285 por acción) se encuentra actualmente por debajo del precio de mercado de la acción de Endesa Américas, consideramos que el Precio de la OPA provee un “piso” que otorga mayores grados de protección a los accionistas de Endesa Américas (sujeto obviamente a que la OPA efectivamente se lance y que cuando ello ocurra, ésta no se sujete a condiciones adicionales que desvirtúen su intención original)

## Consideraciones respecto a los Términos y Condiciones de la Fusión (2/5)

### Consideraciones respecto a la OPA (2/2)

- El precio implícito en la Relación de Canje de Referencia es un 11,4% superior al Precio de OPA, utilizando como referencia el precio de la acción de Enersis Américas al 30 de junio de 2016
- Asimismo, el precio de mercado al 30 de junio de 2016 es un 7,0% superior al Precio de OPA
- El precio promedio ponderado, utilizando una metodología similar a la que se utiliza para el cálculo del precio del derecho a retiro (aunque en un plazo diferente), es un 3,8% superior al Precio de OPA
- Existen diferencias en el tratamiento tributario de las ganancias de capital en caso de ejercer el derecho a retiro versus vender en la OPA, dependiendo del tipo de accionista
  - Para las AFPs y para los accionistas residentes o no residentes en Chile que hayan adquirido sus acciones en bolsa, las ganancias de capital están exentas de impuesto en el caso de venderse en la OPA. No así en el caso en que se venden en el ejercicio del derecho a retiro, en cuyo caso los accionistas (excluyendo las AFPs), tributarían sobre las ganancias de capital
  - Los tenedores de ADRs no tendrían diferencia, por cuanto tributan sobre las ganancias de capital en ambos escenarios (salvo que las acciones las enajenen al mismo precio que el valor del canje)

### Premio / (descuento) respecto al Precio de OPA

	CLP\$/acción	Premio / (descuento) sobre el Precio de OPA
Precio OPA	285,0	-
Precio mercado al 30 de junio de 2016	304,9	7,0%
Precio promedio ponderado	295,8	3,8%
Precio implícito en Relación de Canje de Referencia	317,5	11,4%



## Consideraciones respecto a los Términos y Condiciones de la Fusión (3/5)

### Condiciones de Derecho a Retiro (1/2)

- La Fusión se sujetará a una condición suspensiva, consistente en las Condiciones de Derecho a Retiro, esto es:
  - Que el derecho a retiro que eventualmente ejerzan los accionistas de Enersis Américas, Endesa Américas y Chilectra Américas con motivo de la Fusión no exceda:
    - Hasta 10,00% de las acciones emitidas con derecho a voto, en el caso de Enersis Américas
    - Hasta 10,00% de las acciones emitidas con derecho a voto, en el caso de Endesa Américas
    - Hasta 0,91% de las acciones emitidas con derecho a voto, en el caso de Chilectra Américas
  - Que el ejercicio del derecho a retiro no tenga como consecuencia que algún accionista supere el límite máximo de concentración accionarial del 65% en Enersis Américas después de formalizada la Fusión
- Sujetar la Fusión a una condición suspensiva es una modalidad contemplada expresamente en la normativa aplicable a las sociedades anónimas
  - Más aún, la propia LSA contempla (Artículo 71) que el Directorio de una sociedad que adoptó un acuerdo que otorga derecho a retiro pueda convocar, dentro de los 30 días siguientes al vencimiento del plazo para el ejercicio de dicho derecho a retiro, a una nueva junta a fin de que ésta reconsidere o ratifique los acuerdos que motivaron el ejercicio del derecho
- Que la condición consista en que el ejercicio de derecho a retiro no supere un límite máximo, expresado como porcentaje de las acciones de la sociedad, si bien no es posible concluir que sea “habitual” dado el bajo número de fusiones de sociedades anónimas abiertas que se realizan en el mercado chileno, sí nos parece que es una práctica que se ha ido incorporando en fusiones de sociedades anónimas abiertas en Chile

## Consideraciones respecto a los Términos y Condiciones de la Fusión (4/5)

### Condiciones de Derecho a Retiro (2/2)

- Con respecto al límite que se fijó como máximo, los porcentajes fijados para Enersis Américas y para Endesa Américas (hasta 10,00% de las acciones) se ubican por sobre (i) los porcentajes fijados en fusiones anteriores en que se incluyó este tipo de condición (dada la estructura de propiedad, el 0,91% fijado para Chilectra Américas no debiera ser relevante) y (ii) los porcentajes efectivamente ejercidos en general (con o sin condición)

Compañía	Fecha	Condición	% que ejerció
LAN	12/21/11	2,50%	0,002%
Melón	11/29/10	0,85% <sup>1</sup>	0,27%
E.Cl	12/29/09	5,00%	1,57%
Watts	9/2/09	3,00%	2,13%
Salfacorp	10/23/07	8,00%	0,00%
Colbun	10/19/05	3,00%	0,47%
Terranova <sup>2</sup>	4/13/05	0,47%	0,31%
Masisa <sup>3</sup>	4/12/05	0,99%	0,23%
Terranova	10/31/03	n.a.	0,34%
Falabella	10/17/03	n.a.	0,35%

- Dado el contexto de la Fusión y considerando la perspectiva de los accionistas de Endesa Américas, nos parece positivo que los porcentajes se hayan fijado en un nivel alto ya que disminuye el riesgo de que la Fusión no se haga

Fuente: SVS, Estados Financieros de las compañías

<sup>1</sup>Condición suspensiva definida como un monto a pagar por parte de Melón que no excediera US\$3 millones (equivalentes a 0,17% de las acciones). Para un monto de derecho a retiro sobre US\$3mm pero bajo US\$15mm (0.85% de las acciones) el Directorio estaba facultado para renunciar a la condición y dar curso a la fusión considerando los mejores intereses de la Sociedad. El derecho a retiro fue de aproximadamente US\$5mm

<sup>2</sup>Condición suspensiva definida como un monto a pagar por parte de Masisa no mayor a US\$6mm (0,99% del total de acciones)

<sup>3</sup>Condición suspensiva definida como un monto a pagar por parte de Terranova no mayor a US\$10 millones (0,47% del total de acciones)

# Consideraciones respecto a los Términos y Condiciones de la Fusión (5/5)

## Consideraciones respecto los Compromisos de Enel

- 1 ***Enel se comprometió a votar en la respectiva junta a favor de la Fusión, siempre que antes de dicha junta no se hayan materializado hechos relevantes sobrevinientes***
  - Nos parece positivo, puesto que otorga mayor grado de certeza a la Fusión y a los Términos y Condiciones de la Fusión ya anunciados
    - Sujetar este compromiso a que antes de la Junta de Fusión no se hayan materializado hechos relevantes sobrevinientes deja el riesgo de mercado en los accionistas que ya aprobaron las Divisiones bajo la expectativa de que la Fusión sería aprobada en los términos planteados
- 2 Enel se comprometió a que, de aprobarse la Fusión, durante un plazo de 5 años, es su intención no realizar o proponer que se realice cualquier otro proceso de reorganización societario que afecte a Enersis Américas
  - Nos parece una condición difícil de evaluar, dado que es una condición atípica para este tipo de operaciones, que nos parece (i) refleja más bien una situación idiosincrática del Grupo Enersis y (ii) que considerarla positiva (negativa) supondría considerar *a priori* que toda propuesta de reorganización futura será negativa (positiva)

# Agenda

I.	Introducción y resumen ejecutivo	3
II.	Descripción de la Fusión	16
1.	Antecedentes y descripción de la transacción propuesta	16
2.	Alcance del trabajo de Tyndall	32
III.	Análisis desarrollado por Tyndall	36
1.	Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas	36
2.	Análisis de la Relación de Canje de Referencia	65
3.	Consideraciones respecto de la contribución de la Fusión al interés social	72
4.	Consideraciones adicionales	76
IV.	Conclusiones	82
V.	Apéndice	87

## Conclusiones (1/4)

### 1 Considerando la posición de los actuales accionistas de Endesa América, desde un punto de vista puramente financiero de creación de valor, concurrir a la Fusión conforme a la Relación de Canje de Referencia sería positivo para los accionistas de Endesa América

- La Relación de Canje de Referencia se ubica en la parte superior del rango y por sobre el punto medio estimado para la relación de canje mediante las dos metodologías de valorización utilizadas, así como también de los valores de mercado y precios objetivo de analistas de mercado
  - Más aún, nuestro análisis de sensibilidad sugiere que, aún en caso de modificarse las valorizaciones de activos operativos específicos, la relación de canje no tiene variaciones significativas, considerando muy poco probables escenarios operativos en los cuales el valor de los activos puedan ocasionar que el límite inferior del rango se ubique por sobre el valor de la Relación de Canje de Referencia
- Adicionalmente, en caso de no materializarse la Fusión existen factores y riesgos que pueden impactar negativamente el valor de la acción de Endesa América
  - Probablemente Endesa América requeriría de una estructura administrativa a nivel de holding que actualmente no tiene y cuyo costo no se encuentra contemplado en el Valor Independiente de Endesa América (costo adicional)
  - Con la Fusión se eliminarían una serie de gastos relacionados a la mantención de una sociedad anónima abierta que además cuenta con un programa de ADRs, incluyendo gastos por concepto de honorarios profesionales de abogados y auditores, relación con inversionistas y Directorio
  - Posibles descuentos en el precio de la acción respecto del valor de los activos subyacentes a partir de posibles dificultades en el seguimiento y valorización de la acción por parte del mercado (interés minoritario e inversiones no consolidadas relevantes)
  - Conflicto de interés a nivel de Enel respecto al vehículo a utilizar para crecer en América Latina (Enersis América, donde su porcentaje de propiedad es del ~61% vs. Endesa América, donde sólo es propietaria del ~36% de los derechos económicos), que podría perjudicar el precio de mercado de la acción
  - Potencial disminución en la liquidez de la acción

## Conclusiones (2/4)

**2** Si bien el Precio de la OPA se encuentra actualmente por debajo del precio de mercado de la acción de Endesa Américas, consideramos que el Precio de la OPA provee un “piso” que otorga mayores grados de protección a los accionistas de Endesa Américas (sujeto obviamente a que la OPA efectivamente se lance y que cuando ello ocurra, ésta no se sujete a condiciones adicionales que desvirtúen su intención original)

- El precio implícito en la Relación de Canje de Referencia es un 11,4% superior al Precio de OPA, utilizando como referencia el precio de la acción de Enersis Américas al 30 de junio de 2016
- Asimismo, el precio de mercado al 30 de junio de 2016 es un 7,0% superior al Precio de OPA
- El precio promedio ponderado, utilizando una metodología similar a la que se utiliza para el cálculo del precio del derecho a retiro (aunque en un período de tiempo más breve), es un 3,8% superior al Precio de OPA
  - Dependiendo del tipo de accionista, el tratamiento tributario de las ganancias de capital puede ser distinto, por lo que ante igualdad de precio, podría eventualmente existir una ventaja en vender las acciones en Endesa Américas en la OPA versus hacerlo mediante el ejercicio del derecho a retiro

## Conclusiones (3/4)

3

### Demás Términos y Condiciones de la Fusión

- Respecto de las Condiciones de Derecho a Retiro
  - La opción de sujetar la Fusión a una condición suspensiva está contemplada expresamente por el Reglamento de la LSA
  - Que la condición consista en que el ejercicio de derecho a retiro no supere un límite máximo, expresado como porcentaje de las acciones de la sociedad, es una práctica que se ha ido incorporando en fusiones de sociedades anónimas abiertas en Chile
    - La propia LSA contempla (Artículo 71) que el Directorio de una sociedad que adoptó un acuerdo que otorga derecho a retiro pueda convocar, dentro de los 30 días siguientes al vencimiento del plazo para el ejercicio de dicho derecho a retiro, a una nueva junta a fin de que ésta reconsidere o ratifique los acuerdos que motivaron el ejercicio del derecho
  - Con respecto al límite que se fijó como máximo, los porcentajes fijados para Enersis Américas y para Endesa Américas (hasta 10,00% de las acciones) se ubican por sobre los porcentajes fijados en fusiones anteriores en que se incluyó este tipo de condición (dada la estructura de propiedad, el 0,91% fijado para Chilectra Américas no debiera ser relevante)
    - Esto es positivo desde el punto de vista de certeza respecto de la materialización de la Fusión una vez que esta fue acordada, puesto que es más fácil que se cumpla la condición
- Respecto del compromiso de Enel de votar favorablemente la Fusión, nos parece positivo, puesto que otorga mayor grado de certeza a la Fusión y a los Términos y Condiciones de la Fusión ya anunciados
  - Sujetar este compromiso a que antes de la Junta de Fusión no se hayan materializado hechos relevantes sobrevinientes deja el riesgo de mercado en los accionistas que ya aprobaron las Divisiones bajo la expectativa de que la Fusión sería aprobada en los términos planteados
- Respecto del compromiso de Enel en el sentido que, de aprobarse la Fusión, durante un plazo de 5 años, es su intención no realizar o proponer que se realice cualquier otro proceso de reorganización societario que afecte a Enersis Américas, creemos que es una condición difícil de evaluar, dado que es una condición atípica para este tipo de operaciones, que nos parece (i) refleja más bien una situación idiosincrática del Grupo Enersis y (ii) que considerarla positiva (negativa) supondría considerar *a priori* que toda propuesta de reorganización futura será negativa (positiva)

## Conclusiones (4/4)

4

- Con fecha 6 de mayo de 2016, el Comité de Directores designó a Tyndall como evaluador independiente adicional, para informar a los accionistas de Endesa Américas respecto de las condiciones de la Fusión, sus efectos y su potencial impacto para la Sociedad, en los términos establecidos en el Artículo 147 de la LSA
  
- Basados en, y sujeto a los factores y supuestos incluidos en el presente Informe, concluimos lo siguiente respecto de la Fusión propuesta:
  - Consideramos que la materialización de la Fusión, en los términos y condiciones propuestos, **contribuiría al interés social de Endesa Américas**
  
  - La relación de canje propuesta de 2,8 acciones de Enersis Américas por cada acción de Endesa Américas **se ajusta a las condiciones que prevalecen en el mercado a la fecha del presente Informe**
  
  - Los demás términos y condiciones de la Fusión, resumidos en lo que hemos definido como los Términos y Condiciones de la Fusión, también se ajustan a aquellas que prevalecen en el mercado a la fecha del presente Informe



# Agenda

I.	Introducción y resumen ejecutivo	3
II.	Descripción de la Fusión	16
1.	Antecedentes y descripción de la transacción propuesta	16
2.	Alcance del trabajo de Tyndall	32
III.	Análisis desarrollado por Tyndall	36
1.	Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas	36
2.	Análisis de la Relación de Canje de Referencia	65
3.	Consideraciones respecto de la contribución de la Fusión al interés social	72
4.	Consideraciones adicionales	76
IV.	Conclusiones	82
V.	Apéndice	87
1.	Comparables	87

## Múltiplos transables ajustados por tipo de negocio (1/2)

### Compañías integradas

	País	US\$mm			VF/EBITDA			P/U			CAGR 16 - 18
		Valor Empresa	Cap. bursátil	ADTV 3M	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	EBITDA
Pampa Energía	Argentina	2.484	1.857	8,2	6,2x	4,7x	4,2x	13,2x	9,4x	9,5x	22,2%
CPFL Energía	Brasil	12.916	6.545	16,7	10,4x	9,4x	8,5x	22,1x	16,5x	13,7x	10,6%
CEMIG	Brasil	6.999	2.860	22,5	6,2x	7,1x	5,8x	6,1x	7,1x	5,4x	4,1%
COPEL	Brasil	4.873	2.497	10,9	6,5x	5,4x	5,2x	8,0x	7,0x	6,3x	12,3%
EDP	Brasil	4.050	2.023	10,2	6,1x	6,1x	5,8x	12,7x	13,2x	9,7x	2,8%
Light	Brasil	2.676	718	3,4	5,9x	5,1x	4,5x	25,4x	6,6x	3,8x	14,5%
EEB	Colombia	9.698	5.622	0,3	7,8x	5,8x	5,0x	11,7x	15,6x	10,2x	24,8%
Enersis Américas	Chile	13.699	8.434	14,4	5,0x	4,8x	4,5x	13,7x	12,2x	10,1x	5,4%
Enersis Chile <sup>2</sup>	Chile	8.246	5.772	8,3	6,4x	6,5x	6,4x	9,9x	12,5x	12,2x	n.a.
<b>Media</b>				<b>10,5</b>	<b>6,7x</b>	<b>6,1x</b>	<b>5,5x</b>	<b>13,6x</b>	<b>11,1x</b>	<b>9,0x</b>	<b>10,7%</b>
<b>Mediana</b>				<b>10,2</b>	<b>6,2x</b>	<b>5,8x</b>	<b>5,2x</b>	<b>12,7x</b>	<b>12,2x</b>	<b>9,7x</b>	<b>10,6%</b>

### Compañías generadoras

	País	US\$mm			VE/MW <sup>1</sup>	VF/EBITDA			P/U			CAGR 16 - 18
		Valor Empresa	Cap. bursátil	ADTV 3M		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	EBITDA
Tractebel	Brasil	8.147	7.809	9,2	1,1	7,1x	6,3x	5,8x	13,3x	12,0x	10,7x	10,0%
CESP	Brasil	1.349	1.217	4,3	0,8	4,9x	4,8x	5,0x	14,5x	9,6x	8,5x	n.a.
AES Tietê	Brasil	1.976	1.761	6,6	0,7	6,0x	5,3x	5,2x	11,3x	9,2x	8,4x	7,3%
Colbún	Chile	5.695	4.263	1,8	1,5	8,0x	8,0x	8,0x	13,8x	12,5x	14,6x	0,3%
AES Gener	Chile	5.605 <sup>3</sup>	4.121	1,0	1,2	7,2x <sup>3</sup>	8,0x <sup>3</sup>	7,5x <sup>3</sup>	15,3x	16,0x	13,2x	6,2%
E-CL	Chile	2.231	1.801	1,0	1,1	7,2x	7,7x	6,6x	6,5x	27,6x	18,8x	4,5%
Endesa Américas	Chile	7.640	3.789	4,3	0,9	7,0x	6,9x	6,9x	10,8x	13,4x	13,3x	0,4%
Endesa Chile <sup>2</sup>	Chile	8.908	7.604	9,2	1,4	9,2x	8,9x	8,7x	12,1x	14,1x	14,3x	2,8%
<b>Media</b>				<b>4,2</b>	<b>1,1</b>	<b>7,1x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,7x</b>	<b>12,2x</b>	<b>14,3x</b>	<b>12,7x</b>	<b>4,5%</b>
<b>Mediana</b>				<b>4,3</b>	<b>1,1</b>	<b>7,1x</b>	<b>7,3x</b>	<b>6,8x</b>	<b>12,7x</b>	<b>13,0x</b>	<b>13,3x</b>	<b>4,5%</b>

Fuente: Capital IQ, Estados Financieros de las compañías. Precios de mercado al cierre del 30 de junio de 2016

Nota: Para todas la compañías del conjunto de comparables, se estimó el valor de mercado del interés minoritario multiplicando el interés minoritario contable por la relación entre patrimonio contable y capitalización bursátil de cada compañía; <sup>1</sup> US\$000's/MW; <sup>2</sup> Se desconsolida el proyecto Los Cóndores, cuya entrada en operación se estima para fines de 2018, restando del Valor Empresa el Capex incurrido a la fecha; <sup>3</sup> Se consolida Eléctrica Guacolda por medio del método de consolidación proporcional, sumándose la deuda neta proporcional al Valor Empresa; Adicionalmente, se desconsolidan los proyectos Cochrane y Alto Maipo hasta la fecha de su entrada en operación, en 3Q16 y 2019, respectivamente, restando del Valor Empresa el Capex incurrido a la fecha

## Múltiplos transables ajustados por tipo de negocio (2/2)

### Compañías distribuidoras

	País	US\$mm			VE/clientes <sup>1</sup>	VF/EBITDA			P/U			CAGR 16 - 18
		Valor Empresa	Cap. bursátil	ADTV 3M		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	EBITDA
Edenor	Argentina	931	790	1,0	328	5,1x	3,4x	2,9x	11,0x	4,5x	3,1x	32,9%
Eletropaulo	Brasil	1.262	442	2,2	183	5,0x	3,4x	2,6x	9,3x	5,5x	2,9x	38,8%
Equatorial	Brasil	4.173	3.017	14,3	1.828	10,4x	8,9x	7,7x	16,3x	13,1x	10,0x	16,5%
Aguas Andinas	Chile	4.962	3.521	2,2	1.160	11,1x	10,5x	10,0x	17,8x	16,8x	16,0x	5,4%
<b>Media</b>				<b>4,9</b>	<b>875</b>	<b>7,9x</b>	<b>6,5x</b>	<b>5,8x</b>	<b>13,6x</b>	<b>10,0x</b>	<b>8,0x</b>	<b>23,4%</b>
<b>Mediana</b>				<b>2,2</b>	<b>744</b>	<b>7,8x</b>	<b>6,1x</b>	<b>5,3x</b>	<b>13,6x</b>	<b>9,3x</b>	<b>6,6x</b>	<b>24,7%</b>

### Compañías transmisoras

	País	US\$mm				VF/EBITDA			P/U			CAGR 16 - 18
		Valor Empresa	Cap. bursátil	ADTV 3M		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	EBITDA
TAESA	Brasil	3.004	2.065	3,0		7,0x	7,7x	8,2x	6,7x	7,9x	7,8x	n.a.
CTEEP	Brasil	3.420	3.147	7,9		20,7x	9,2x	7,1x	26,4x	16,6x	10,5x	71,0%
Alupar	Brasil	3.015	1.094	0,9		7,6x	7,3x	7,5x	11,3x	11,8x	10,2x	0,8%
ISA	Colombia	8.634	3.399	1,6		9,4x	6,5x	5,9x	20,0x	11,3x	10,2x	26,4%
<b>Media</b>				<b>3,4</b>		<b>11,2x</b>	<b>7,7x</b>	<b>7,2x</b>	<b>16,1x</b>	<b>11,9x</b>	<b>9,7x</b>	<b>22,7%</b>
<b>Mediana</b>				<b>2,3</b>		<b>8,5x</b>	<b>7,5x</b>	<b>7,3x</b>	<b>15,6x</b>	<b>11,5x</b>	<b>10,2x</b>	<b>13,6%</b>

Fuente: Capital IQ, Estados Financieros de las compañías. Precios de mercado al cierre del 30 de junio de 2016

Nota: Para todas la compañías del conjunto de comparables, se estimó el valor de mercado del interés minoritario multiplicando el interés minoritario contable por la relación entre patrimonio contable y capitalización bursátil de cada compañía

<sup>1</sup> US\$/clientes

# Agenda

I.	Introducción y resumen ejecutivo	3
II.	Descripción de la Fusión	16
1.	Antecedentes y descripción de la transacción propuesta	16
2.	Alcance del trabajo de Tyndall	32
III.	Análisis desarrollado por Tyndall	36
1.	Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas	36
2.	Análisis de la Relación de Canje de Referencia	65
3.	Consideraciones respecto de la contribución de la Fusión al interés social	72
4.	Consideraciones adicionales	76
IV.	Conclusiones	82
V.	Apéndice	87
2.	Capex reposición para activos de generación	90

# Principales supuestos para calcular el Capex de reposición en perpetuidad (1/2)



## Generación

Las siguientes tablas detallan los supuestos de costo de reposición por MW y la vida útil estimada para cada tecnología de generación

Tecnología	Tipo de planta	Capex de reposición (US\$'000/MW) - $\alpha$	Vida útil estimada (años)
Hidráulica		1.200	50
	Turbina de vapor	2.500	30
Térmica	Turbina de gas	600	25
	Ciclo combinado	1.000	25

País	Empresa y planta	Tipo	Capacidad instalada (MW)	Año de puesta en servicio	Fin de concesión
	<b>Cachoeira</b>	Hidráulica	<b>658</b>	<b>1997</b>	<b>2027</b>
	<b>Fortaleza</b>	Térmica – Ciclo Combinado	<b>322</b>	<b>2003</b>	
	<b>Emgesa</b>		<b>3.201</b>		
	Betania	Hidráulica	541	1987	
	Charquito	Hidráulica	19	1972	
	Guavio	Hidráulica	1.213	1992	
	El Limonar	Hidráulica	18	1957	
	La Guaca	Hidráulica	325	1985	
	La Junca	Hidráulica	19	1968	
	La Tinta	Hidráulica	20	1970	
	Paraíso	Hidráulica	277	1985	
	Tequendama	Hidráulica	20	1998	
	Quimbo	Hidráulica	400	2015	
	Cartagena	Turbina de Vapor	127	1985	
	Termozipa	Turbina de Vapor	223	1978	
	<b>Edegel</b>		<b>1.273</b>		
	Callahuanca	Hidráulica	80	1947	
	Huampani	Hidráulica	30	1960	
	Huinco	Hidráulica	247	1965	
	Matucana	Hidráulica	129	1971	
	Moyopampa	Hidráulica	65	1952	
	Santa Rosa	Turbina de Gas	229	1990	
	Ventanilla	Ciclo Combinado	493	2000	

## Principales supuestos para calcular el Capex de reposición en perpetuidad (2/2)

Generación					
País	Empresa y planta	Tipo	Capacidad instalada (MW)	Año de puesta en servicio	Fin de concesión
	<b>EEPSA</b>		<b>348</b>		
	Malacas TG4	Turbina de Gas	103	1992	
	Malacas TG5	Turbina de Gas	193	2013	
	Malacas TG6	Turbina de Gas	52	2017	
	<b>Chinango</b>		<b>194</b>		
	Chimay	Hidráulica	151	2000	
	Yanango	Hidráulica	43	2000	
	<b>Chocón</b>	Hidráulica	<b>1.328</b>	<b>1972</b>	<b>2023</b>
	<b>Costanera</b>		<b>2.317</b>		
	TV	Turbina de Vapor	1.138	1962-1984	
	CC MHI	Ciclo Combinado	859	1998	
	CC Sie	Ciclo Combinado	320	1995	
	<b>Dock Sud</b>		<b>870</b>		
	CC Alstom	Ciclo Combinado	798	2001	
	TG	Turbina de Gas	72	1989	

# Agenda

I.	Introducción y resumen ejecutivo	3
II.	Descripción de la Fusión	16
1.	Antecedentes y descripción de la transacción propuesta	16
2.	Alcance del trabajo de Tyndall	32
III.	Análisis desarrollado por Tyndall	36
1.	Valorización de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas	36
2.	Análisis de la Relación de Canje de Referencia	65
3.	Consideraciones respecto de la contribución de la Fusión al interés social	72
4.	Consideraciones adicionales	76
IV.	Conclusiones	82
V.	Apéndice	87
3.	Derecho a retiro	93

# Determinación del “precio de mercado” para el ejercicio de derecho a retiro en las sociedades anónimas

## Artículo 132 del Reglamento de la LSA

- Según el Artículo 132 del Reglamento de la LSA se debe distinguir entre:

### 1. Acciones con presencia bursátil

Promedio ponderado de transacciones bursátiles durante el período de 60 días hábiles bursátiles comprendidos entre el trigésimo y el nonagésimo día hábil bursátil anterior a la fecha de la junta que motiva el retiro

### 2. Acciones sin presencia bursátil

Valor libro de la acción, determinado de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 130 del Reglamento de la LSA

- Según el citado artículo, se entiende por acciones con presencia bursátil aquellas que así sean calificadas por la SVS mediante norma de carácter general

## Acciones con presencia bursátil

- Mediante NCG N° 327 de 2012, la SVS fijó como requisitos para que las acciones de una sociedad anónima tengan presencia bursátil (además de estar inscritas en el Registro de Valores y registradas en una bolsa de valores de Chile,) cumplir con a lo menos uno de los siguientes requisitos:
  - Tener una presencia ajustada igual o superior al 25%
  - Contar con un “Market Maker”
- El Artículo 4 Bis de la Ley 18.045 sobre Mercado de Valores establece que la presencia ajustada de un valor para un día determinado se debe calcular de la siguiente forma:
  - Dentro de los últimos 180 días hábiles bursátiles anteriores al día de cálculo, se determinará el número de días en que las transacciones bursátiles totales diarias hayan alcanzado un monto mínimo equivalente a UF 1.000
  - Dicho número será dividido por 180 y multiplicado por 100, quedando expresado en porcentaje
- La NCG N° 327 señala que para la determinación de la presencia ajustada de las acciones de las sociedades que resultan de una división, se deberá considerar como monto diario transado en la bolsa en los días previos a la división, el valor resultante de multiplicar el total de las transacciones bursátiles diarias de las acciones que se dividen, por el porcentaje que representa el patrimonio contable de la nueva entidad respecto de la sociedad dividida
- Según la NCG N° 327, se entiende que un valor cuenta con un “Market Maker” en la medida que el emisor haya suscrito un contrato con al menos un corredor de bolsa que cumpla con las condiciones indicadas en la referida NCG