



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

# **FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS:**

Caso Enersis

Autor: Borja Vega-Penichet Domecq

Director: Rocío Sáenz-Díaz Rojas

Madrid

Marzo 2015

Borja  
Vega-Penichet  
Domecq

## **FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS: CASO ENERSIS**



## Índice de contenido

Resumen y <i>abstract</i> , palabras clave y <i>key words</i> .....	iv
Resumen.....	iv
<i>Abstract</i> .....	iv
1. Introducción .....	1
1.1. Justificación del proyecto .....	2
1.2. Necesidad e interés de la investigación .....	3
1.3. Objetivos de la investigación .....	3
1.4. Metodología empleada.....	4
1.4.1 Revisión de las fuentes teóricas .....	4
1.4.2. Análisis del caso.....	4
1.4.3. Entrevista en profundidad .....	6
1.4.4. Herramientas de valoración.....	7
1.5. Estructura del trabajo .....	7
2. Descripción de la transacción.....	8
2.1. Situación previa a la operación .....	8
2.1.1. Acerca de Endesa S.A. ....	8
2.1.2. Estructura corporativa previa operación.....	9
2.2. Perímetro de valoración .....	11
2.3. Estructura posterior operación .....	13
3. Ejercicio de valoración.....	14
3.1. Revisión de la literatura o marco teórico .....	14
3.1.1. Técnicas de valoración .....	14
3.2. Resultados de la valoración de Enersis.....	24
3.2.1. Valoración de mercado .....	25
3.2.2. Descuento de flujos de caja .....	26
3.2.3. Múltiplos de compañías comparables.....	28
3.2.4. Múltiplos de transacciones precedentes .....	33
3.2.5. Consenso analistas.....	35
4. Racionalidad de la operación: cambio de estrategia .....	36
4.1. Estrategia de diversificación .....	36
4.1.1. Introducción a la expansión latinoamericana .....	36

4.1.2.	Factores que contribuyeron a la internacionalización .....	38
4.1.3.	La implementación de la internacionalización de Endesa.....	39
4.2.	Estrategia de reestructuración: nueva estrategia .....	40
4.2.1.	Introducción a la reestructuración .....	40
4.2.2.	Fases y causas de la reestructuración .....	41
4.2.3.	Reestructuración del sector eléctrico español.....	42
5.	Venta de Enersis.....	46
5.1.	Objetivos en la desinversión .....	48
5.1.1.	Desapalancar Enel .....	48
5.1.2.	Endesa enfocada en su <i>core business</i> convirtiéndose en una compañía “yield”	48
5.1.3.	Optimizar la estructura de capital.....	50
5.2.	Importancia de los accionistas minoritarios.....	51
5.2.1.	Prima sobre el valor de cotización.....	51
5.2.2.	Protección de sus intereses frente a los de Enel .....	52
6.	Conclusiones .....	54
7.	Bibliografía.....	58
	Anexo 1: Resultados de la aplicación de los diferentes métodos de valoración al caso Enersis. ....	62
	Anexo 2: Entrevista en profundidad.....	77

## Índice de tablas y gráficas

Tabla 1: Valoración de mercado.....	26
Tabla 2: Principales ratios históricos.....	26
Tabla 3: Comparables.....	31
Tabla 4: Resultado de valoración por múltiplos de comparables.....	32
Tabla 5: Resultado en pesos por acción.....	33
Tabla 6: Transacciones comparables para Brasil.....	33
Tabla 7: Transacciones comparable para los países restantes.....	34
Tabla 8: Resultado de valoración por múltiplos de transacciones.....	34
Tabla 9: Media de target Price.....	35
Tabla 10: Sum of the Parts.....	35
Gráfico 1: Perímetro de valoración.....	12
Gráfico 2: Compañías consolidadas bajo Enersis.....	13
Gráfico 3: Estructura post-operación.....	13
Gráfico 4: Cotización y target Price.....	24

## **Resumen y *abstract*, palabras clave y *key words***

### **Resumen**

En este estudio nos centraremos en la venta llevada a cabo por Endesa de sus activos latinoamericanos a su accionista mayoritario Enel. Concretamente nos ajustaremos en contrastar la viabilidad y adecuación del precio pactado, el estudio del cambio estratégico implementado a raíz de dicha reestructuración así como la cuestión problemática de los accionistas minoritarios de la vendedora.

Para ello, por un lado, recurriremos al análisis del caso para describir este suceso concreto así como para contrastar la teoría contemporánea acerca de la reestructuración de carteras en el sector eléctrico español. Por otro lado, en lo relativo al método cualitativo, nos serviremos de la metodología de la entrevista en profundidad en aras a obtener mayor y más preciso conocimiento acerca de las peculiaridades que rodean a la transacción. Por último, en lo que concierne al estudio empírico, nos apoyaremos en los métodos prácticos de valoración a efectos de emitir un juicio sobre el precio aceptado.

Palabras clave: Endesa, Enersis, Enel, reestructuración corporativa, desinversiones, sector eléctrico español, cambio estratégico, activos latinoamericanos, rentabilidad por dividendo, Ibex 35.

### ***Abstract***

This paper focuses on the sale of Endesa's Latin-American assets to its major shareholder Enel. We will study the suitability and feasibility of the price agreed for the transaction, the rationality of the strategic rationale implemented as a consequence of the abovementioned transaction as well as the issue that arose regarding the seller's minority shareholders.

For these purposes, on one hand, we will make use of the case study methodology in order to describe in depth this specific case besides the objective of contrasting the present Spanish electric industry backlog restructuring theory. On the other hand, with respect to the quantitative method, we will find support through the depth interview methodology so as to obtain further and more accurate knowledge with regard to the peculiarities surrounding the transaction. Lastly, related to the empirical study, we will employ the valuation methods aiming to judge the implicit price.

Key words: Endesa, Enersis, Enel, corporate restructuring, divestitures, Spanish electric sector, strategic change, Latin-American assets, dividend yield, Ibex 35.

## 1. Introducción

En un contexto económico de crisis financiera como la que atraviesan la inmensa mayoría de los países europeos en general, y España en particular, precisamente por la ausencia de una combinación de perspectivas positivas de crecimiento así como de confianza y optimismo de las fuentes principales de financiación en las entidades solicitantes de capital, las operaciones corporativas tendentes a la expansión internacional resultan notablemente reducidas en favor de proyectos encaminados hacia la optimización de la rentabilidad operativa.

En un ambiente como el presente, se encuentran numerosos estudios que centran su contribución en el análisis y estudio empírico de las operaciones de reestructuración llevadas a cabo como consecuencia de un incorrecto o inadecuado plan estratégico<sup>1</sup>. Ante eventos tan impredecibles como rupturas o caídas financieras, numerosas son las compañías obligadas a reestructurar la parte de sus carteras de negocios que, en épocas de prosperidad, consolidaron como proyectos susceptibles de aportar crecimiento y expansión internacional.

En lo que concierne a la presente crisis financiera europea, nos encontramos con un conjunto amplísimo de entidades localizadas en países desarrollados –dónde el crecimiento, por tanto, resultaba inmensamente limitado- que, durante la década de los noventa, coincidiendo con la materialización del trascendental fenómeno de globalización que supuso contundentes desafíos operativos que obligaron a las empresas a buscar una dimensión tal que les permitiera caracterizarse y diferenciarse de sus competidores, buscaron anteponerse al contexto competitivo mediante la internacionalización a regiones en desarrollo con verdadero atractivo de crecimiento. Por lo general, y concretamente a lo largo de la primera década del siglo XXI, los países latinoamericanos se postularon como el principal destino de inversión habida cuenta de su sobresaliente proyección económica con tasas de crecimiento económico que doblaban a las experimentadas en economías desarrolladas. Sin embargo, y probablemente debido al abundante optimismo coyuntural de aquel entonces, aspectos no tan positivos como los que representaban los factores políticos o legislativos

---

<sup>1</sup> Entre los que destacamos “*Evidencias empíricas sobre reestructuración de la cartera de negocios en el ámbito corporativo español: El caso del sector eléctrico*” de Blanco-Callejo, Guerras-Martín y Forcadell-Martínez (2011).

regionales no fueron adecuadamente analizados y puestos en una balanza con las oportunidades de crecimiento y la necesidad de internacionalizarse. De esta forma, ante la materialización de los mencionados riesgos, los resultados operativos obtenidos empezaron a manifestar la incorrecta inversión y decisión estratégica de grandes compañías europeas que comenzaban a recular y deshacer sus posiciones de control en compañías latinoamericanas buscando volver a las magnitudes de rentabilidad previas a su internacionalización.

En lo relativo al sector eléctrico europeo, y más concretamente al español, en tanto que el notable grado de maduración del mismo movió a las empresas energéticas a buscar nuevos mercados con verdaderas posibilidades de crecimiento, y dado que las políticas de liberalización y desregulación en tanto auténticas presiones sobre precios contribuyeron al aumento de competitividad, las eléctricas españolas encontraron en la toma de control del capital de empresas latinoamericanas, teóricamente, el perfecto camino para equilibrar tal situación nacional de incertidumbre y riesgo regulatorio.

### **1.1. Justificación del proyecto**

La razón por la que este proyecto se centra específicamente en el estudio la operación de venta de la compañía chilena responde a dos razones básicas: en primer lugar por la magnitud de la misma y la gran trascendencia para la vendedora, y en segundo lugar por interés personal.

La magnitud y trascendencia de esta operación se centran básicamente, en primer lugar, en el valor implícito del precio pactado (superando los 8 mil millones de euros) y, en segundo lugar, en la llamativa situación en la que presumiblemente se queda la eléctrica española en lo que a la posición estratégica se refiere. Por un lado, en lo que concierne al aspecto cuantitativo de la operación, el atractivo que la operación nos genera es sencillamente la relación entre los sujetos implicados en la transacción en tanto que se tratan de la compañía base (Enel) y la filial (Endesa) y, por consiguiente, sus implicaciones con los accionistas minoritarios de la española. Por otro lado, relacionado con el plano estratégico, lo llamativo de la operación se centra en los objetivos y resultados que la misma buscaba tener en los sujetos intervinientes.

Efectivamente, entre las mencionadas numerosas compañías que han tenido que hacer frente a esta especial situación derivada de la explotación del sector financiero a

finales de la primera década del siglo XXI, nos encontramos con una de las compañías líderes del sector energético español. Endesa, a finales del pasado año 2014, decidía reestructurar su portfolio vendiendo sus participaciones de control bajo la cual controlaba todas las fases de prestación de servicios energéticos en Argentina, Brasil, Colombia, Chile y Perú. La operación, por tanto, implicaba la venta del 60,2% del capital de Enersis, compañía que engloba un total de 19 compañías localizadas a lo largo de los comentados países latinoamericanos, a su accionista mayoritario Enel.

Asimismo la transacción que analizamos supone una cuestión de interés puramente personal en tanto que, derivado de mi posición como becario en el banco de inversión italiano Mediobanca, tuve la oportunidad de experimentar de primera mano el alcance de la operación para los sujetos implicados así como la presión a la que los encargados de prestar el asesoramiento financiero se encontraban sometidos.

## **1.2. Necesidad e interés de la investigación**

La necesidad y el atractivo del estudio de la conveniencia de la transacción explicada se relaciona con los eventos posteriores ocasionados en el seno del capital de Endesa en tanto que sus acciones están admitidas a cotización en mercados secundarios.

Por una parte, consideramos necesario el estudio pormenorizado tanto de la racionalidad de la operación como la adecuación de la nueva estrategia habida cuenta de la ulterior Oferta Pública de Venta de parte de las acciones anteriormente controladas por Enel en busca de resaltar las principales atracciones que la nueva Endesa puede ofrecer al mercado de capital privado. Por otro lado, es igualmente relevante el análisis de la transparencia de la operación a efectos de estudiar la protección de los intereses de los accionistas minoritarios.

## **1.3. Objetivos de la investigación**

A lo largo del estudio de la situación que rodea la transacción se buscará dar respuesta a cada uno de los aspectos llamativos anteriormente introducidos de la misma, centrando el estudio en torno a cuatro objetivos principales:

El **primer objetivo** del proyecto es describir con la mayor profundidad posible los aspectos más relevantes de la transacción a analizar.

El **segundo objetivo** consiste en obtener un rango de valoración del activo conforme a las principales técnicas de valoración que la literatura nos facilita en aras a poder hacer un juicio acerca de la adecuación del precio pactado.

El **tercer objetivo** es resaltar las metas tanto corporativas como estratégicas que con esta operación buscan alcanzar tanto el comprador como vendedor teniendo siempre en consideración la posición de control del primero sobre el segundo.

El **cuarto y último objetivo** es cuestionar la protección y el correcto tratamiento de los minoritarios.

#### **1.4. Metodología empleada**

Con vistas a cumplimentar los cuatro objetivos inmediatamente reseñados se utilizarán principalmente cuatro tipos de metodologías:

##### **1.4.1 Revisión de las fuentes teóricas**

En **primer lugar**, para establecer el marco teórico del estudio, se recurrirá al análisis y recopilación de la literatura, libros, revistas e informes de profesionales del sector como revisión sistemática de las fuentes teóricas. El objetivo de este tipo de metodología no es otro que dar fundamento teórico suficiente a los aspectos cualitativos y cuantitativos de la transacción mediante la comprensión detallada de las razones que justifican la ejecución de una operación de reestructuración como respuesta estratégica en tiempos de recesión económica así como de los distintos métodos de valoración a disposición pública.

##### **1.4.2. Análisis del caso**

En **segundo lugar**, utilizaremos el método de estudio del caso o análisis del caso en tanto estrategia encaminada a investigar un fenómeno de relativa actualidad y su contexto.

###### **1.4.2.1. Concepto de método del caso**

El análisis del caso constituye una investigación profunda de un caso concreto que tiene lugar en un marco geográfico a lo largo del tiempo.

En definitiva, en palabras de Yin (1993), con el método de estudio del caso se pretende justificar las causas que nos llevan a examinar el mismo habida cuenta de su

peculiaridad “permitiendo a la comunidad científica” conocer los resultados del estudio que no hubieran sido posibles obtener de diferentes métodos.

Pese a haber sido objeto de numerosas críticas<sup>2</sup>, Yin (1989) cataloga al análisis del caso como una herramienta valiosa de investigación cuya principal ventaja reside en su capacidad de medición de la actuación de determinadas personas involucradas en un determinado fenómeno, a diferencia de lo que los métodos cuantitativos aportan a la investigación que no es otra cosa que mera información verbal recogida a través de encuestas. El mismo Yin (1994) posiciona el método del caso como forma de investigación predominante en las ciencias sociales y dirección de empresas.

#### ***1.4.2.2. Utilidad del método del caso***

Tradicionalmente, y así lo afirmaba Chetty (1996), el método del caso ha sido considerado de utilidad para investigaciones exploratorias. No obstante, si nos remitimos a los estudios del caso que mayor calado han tenido podemos comprobar que se trata tanto de estudios descriptivos como explicativos.

No obstante lo anterior, y de nuevo nos remitimos a Yin (1989), parece existir consenso acerca del campo dónde la utilidad de dicho método se maximiza. Efectivamente, el estudio del caso resulta ser verdaderamente apropiado para temas que se consideran prácticamente nuevos como ocurre con la coyuntural tendencia a reestructurar carteras de negocios ante el ambiente de inseguridad creado por la crisis financiera.

Así, como afirmó de nuevo Chetty (1996), el método del caso resulta útil para investigar fenómenos de los que se intenta analizar cómo y por qué ocurren<sup>3</sup> y cuyas respuestas no parecen ser adecuadas en el supuesto de aplicar las teorías ya existentes. La ventaja principal de este método reside en que permite ser analizado desde múltiples y diferentes perspectivas con mayor profundidad de forma tal que permite recabar mayor conocimiento de una fenómeno concreto habilitando realizar nuevas conclusiones sobre cuestiones que emergen repentinamente.

---

<sup>2</sup> Al rechazar su fiabilidad y validez de forma tal que no se puede considerar como método adecuado para la realización de investigación científica.

<sup>3</sup> Y de ahí que este método sea especialmente relevante para el supuesto de las reestructuraciones que, hoy en día, resultan cada vez más habituales.

#### **1.4.2.3. Como contrastador de teorías**

Entre las principales funciones que el método del caso puede aportar, Eisenhardt (1989) destaca el describir situaciones concretas, probar y contrastar teorías previamente existentes y, por último, directamente sentar nuevas teorías a través de una metodología inductiva.

El análisis del caso de este proyecto respondería a una combinación de las primeras dos finalidades enunciadas: el estudio establece como dos de los objetivos prioritarios, por un lado, describir la transacción entre Endesa y Enersis desde todos aquellos puntos de interés, y por otro lado, contrastar el cambio estratégico que Endesa se ha visto obligado a realizar con la teoría específica acerca de los sobrediversificación experimentada en el sector eléctrico español comparándolo con el caso ya producido sobre Iberdrola.

#### **1.4.3. Entrevista en profundidad**

En **tercer lugar**, se realiza un análisis empírico cualitativo a través de la entrevista en profundidad en tanto que, desde el punto de vista de Ruiz Olabuénaga (1996), este tipo de metodología aporta la ventaja de recoger información directamente a través de una conversación con uno o varios profesionales. Concretamente para este proyecto, mantuvimos varias conversaciones<sup>4</sup> con un contrastado profesional del sector financiero especializado en el sector eléctrico y que afortunadamente había tenido cierta exposición a la transacción.

Se realizaron diferentes contactos telefónicos y reuniones personales durante la tramitación del caso, especialmente en lo relativo a la valoración de los activos y el estudio de los principales factores económicos, políticos y legislativos a considerar en la misma. De la misma manera, esta metodología nos ayudó a tener mayor profundidad en el entendimiento estratégico de la operación.

En definitiva, esta entrevista nos ha permitido tener mayor precisión sobre las variables tanto económicas y financieras como políticas y legislativas teniendo gran relevancia sobre las hipótesis sobre las que basamos nuestra valoración.

---

<sup>4</sup> Que a grandes rasgos se encuentran plasmadas en el Anexo 2

#### 1.4.4. Herramientas de valoración

En **cuarto y último lugar**, y con la intención de dar respuesta al segundo de los objetivos planteados en este proyecto, nos apoyamos en los métodos de valoración de activos que mayor aceptación y uso profesional han tenido a lo largo del desarrollo de las operaciones corporativas que se ha experimentado en la última mitad del siglo pasado.

### 1.5. Estructura del trabajo

El contenido del trabajo se estructura de la siguiente manera:

En el **primer capítulo** del estudio (“Introducción a la compañía”) se pretenderá describir la realidad descriptiva, corporativa y estructural, tanto previa como posterior a la transacción, de las compañías implicadas en la operación así como el perímetro de valoración. Como se puede comprobar este capítulo comenzará por dar ciertas respuestas al primero de los objetivos asentados en el estudio.

En el **segundo de los capítulos** (“Ejercicio de valoración”) se buscará revisar las fuentes teóricas con el objeto de determinar el marco teórico relativo a lo valoración de activos para, una vez repasada la literatura consolidada, se obtenga un rango de valor del perímetro objeto de valoración y se consiga dar respuesta al segundo objetivo del estudio, esto es, comprender la viabilidad del precio pactado. A estos efectos, se introducirán los conceptos básicos que serán ulteriormente desarrollados en el apartado de “Resultados de la valoración”.

En el **tercero de los capítulos** (“Racionalidad de la operación”) se analizarán tanto los factores generales incentivadores de la estrategia de diversificación asentada a finales de la última década del siglo XX, así como la variación de dichas variables, y por consiguiente, la reestructuración de su cartera de negocios del sector eléctrico europeo en general, y español y concretamente Endesa en particular.

En el **cuarto y último capítulo** (“Venta de Enersis”) nos enfrentaremos a los dos últimos objetivos marcados para este estudio, esto es, analizar los objetivos relacionados a la venta de la única parte del negocio con posibilidades de crecimiento así como el tratamiento dispensado a los accionistas minoritarios de Endesa.

## 2. Descripción de la transacción

### 2.1. Situación previa a la operación

#### 2.1.1. Acerca de Endesa S.A.

Endesa S.A. (“La compañía”, en adelante) es una empresa española dedicada a la prestación de servicios en el sector eléctrico considerada actualmente como una de las compañías líderes del sector eléctrico español así como el segundo operador en el mercado eléctrico portugués.

Bajo las siglas “Empresa Nacional de Electricidad, S.A.”, la compañía cuenta con cerca de un siglo de antigüedad desde que el Instituto Nacional de Industria lo fundara en 1944. Efectivamente, esta creación tuvo lugar como parte de una política tendente a controlar determinados sectores estratégicos mediante compañías de capital público. Desde entonces, como única eléctrica española, hasta la actualidad se ha posicionado como una de las mayores competidoras en el mercado eléctrico habida cuenta de su auténtica presencia global y posición mayoritaria en el mercado latinoamericano. Así las cosas, la compañía presta servicios a 12 millones de clientes a lo largo de 32 países localizados en cuatro continentes bajo la gestión de generación de energía de 95 GW de capacidad instalada neta y la distribución de electricidad y gas mediante su red de distribución que alcanza los dos millones de kilómetros.<sup>5</sup>

Desde su creación como compañía de capital predominantemente público hasta la actualidad, Endesa se ha visto inmersa en una de las políticas públicas más globales en la economía mundial. Hablamos del proceso de privatización en el que el sector público empresarial español se vio sometido en la década de los ochenta. Y como tal, Endesa no se ha visto ajena al mismo<sup>6</sup>. Pues bien, como indica Mur Sangrá (2005), “la desaparición del Estado como propietario de Endesa se realizó mediante cuatro ofertas públicas de venta de acciones (OPV). Tras producirse en el año 1998 la última y definitiva OPV, el Estado abandonó sus derechos como accionista mayoritario aunque siguió reteniendo un pequeño porcentaje de capital en sus manos”.

---

<sup>5</sup> Según los datos aportados por la propia empresa en su página web oficial: <http://www.endesa.com/es/conoceendesa/nuestraestrategia/Presentaciones>

<sup>6</sup> La privatización de Endesa fue objeto de estudio por la autora Melania Mur Sangrá en su obra “*Privatización y Eficiencia: El caso de Endesa*” cuyo objetivo era “comparar el cambio medio experimentado por Endesa antes y después de su privatización total, en junio de 1998, en rentabilidad, eficiencia, inversión en capital, ventas reales y empleo”.

En palabras de la propia Endesa S.A., “el negocio principal de Endesa es la producción, transporte, distribución y comercialización de electricidad. La compañía es también un operador relevante en el sector de gas natural y desarrolla otros servicios relacionados con la energía”. Como podemos comprobar, el negocio básico y estratégico de Endesa es el sector eléctrico del que, en aras a comprender la posición de liderazgo que ostenta la empresa española, es conveniente realizar ciertas precisiones. Del sector eléctrico español, por tanto, destacamos el tratamiento particular de las fases que componen el proceso eléctrico en tanto que presenta cuatro actividades diferentes con regímenes jurídicos completamente diferenciados y estrategias de negocio muy desmarcadas. En suma, hablamos de: (1) Generación, (2) Distribución, (3) Transmisión y (4) Comercialización. No obstante, el negocio correspondiente a la transmisión eléctrica se encuentra atribuido en régimen de monopolio exclusivamente a Red Eléctrica de España. En tal situación, el “*core business*” de la compañía se centra en la generación (tanto de energía convencional como renovable), distribución y comercialización de energía eléctrica, sin perjuicio de su intervención en el mercado de gas natural tanto regulado como liberalizado y otros servicios relacionados con la energía.

### **2.1.2. Estructura corporativa previa operación**

Una vez explicada la compañía y sus negocios principales, pasamos a analizar su estructura accionarial. Para comenzar, es necesario comentar el proceso de adquisición sufrido desde 2005 en adelante. El control corporativo de la compañía fue especialmente intenso y prolongado como consecuencia de la interacción de cuatro compañías de muy distinta naturaleza, dos españolas dedicadas a la construcción y electricidad (Acciona y Gas Natural, respectivamente), una alemana (E.On) y una italiana (Enel) ambas de mercado eléctrico.

Como explican García y Trillas (2011)<sup>7</sup> el proceso de toma de control del capital de Endesa comienza el 5 de septiembre de 2005 como consecuencia de la OPA que hizo Gas Natural. Seguidamente, el 21 de febrero de 2006 aparece E.On con una segunda OPA y el 23 de marzo de 2007 se anuncia la tercera OPA de la alianza entre Acciona y

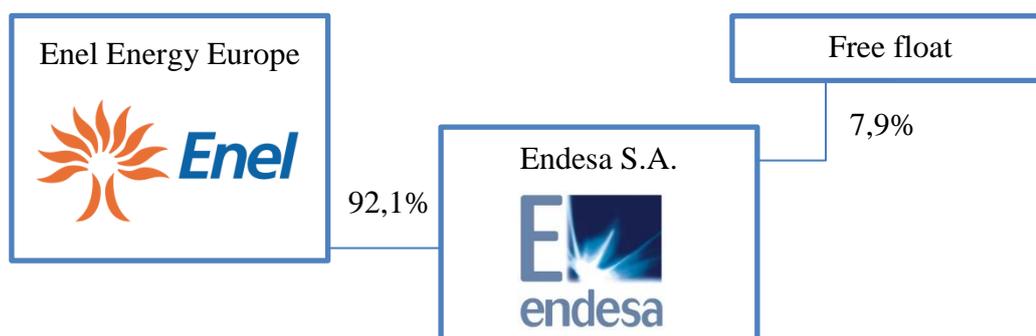
---

<sup>7</sup> John García y Francesc Trillas analizan los efectos que se producen en el mercado bursátil como consecuencia de la Ofertas Públicas de Adquisición en el sector eléctrico en su obra “*Control corporativo y riqueza de los accionistas en el sector eléctrico europeo*”.

Enel. En palabras de los mencionados autores, “Cabe recordar que Acciona entró en la pugna entre Gas Natural y E.On comprando el 10% de Endesa y el 27 de febrero de 2007 Enel compró otro 10%, dejando abierta la posibilidad de aumentar su participación hasta el 24,9%. El 1 de febrero 2007 Gas Natural retiró su oferta. Luego, el 10 de abril de 2007, la Comisión Nacional del Mercado de Valores anuncia que la OPA de E.On había sido aceptada, por el 6% del capital de Endesa, ya que no cumplía la condición para lograr más del 50% de los títulos.”

De esta forma, la toma de control del capital de Endesa finalmente acabó el 4 de julio de 2007 cuando la CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores, en adelante) aprobó la OPA conjunta de la constructora española y la eléctrica italiana sometida a ciertas condiciones.<sup>8</sup>

Así las cosas, el capital social de la compañía quedaba, previo a la ejecución de la operación en cuestión, formado por los siguientes accionistas:



Conocido el control corporativo, pasamos a analizar el gobierno corporativo en tanto que toda operación societaria que implique la modificación estructural de la misma deberá estar sujeta a aprobación por mayoría absoluta, una vez realizada en tiempo y forma la convocatoria de Junta General de Accionistas para tratar la cuestión. A estos efectos, el Consejo de Administración queda conformado por una serie de representantes en atención a su categoría y al sujeto que representan en sus decisiones, y que son:

---

<sup>8</sup> De entre estas condiciones, resaltamos que: (1) ambas compañías debían mantener a Endesa como empresa independiente; (2) así como presentar semestralmente informes relativos a posibles modificaciones en el capital de Endesa; (3) cumplir con la normativa relativa a la energía nuclear; (4) ciertas exigencias sobre consumo mínimo acordadas con el Plan de la Minería del Carbón 2006-2012.

- (a) Consejeros ejecutivos: son los encargados de velar por los intereses de la empresa en sí misma. Estos son, efectivamente, los encargados de salvaguardar los intereses de la sociedad de forma que no sólo se tomen decisiones acorde con los mejores intereses de sus accionistas. En Endesa, nos encontramos con:
- [1.] Borja Prado Eulate (Presidente),
  - [2.] José Bogas (Consejero Delegado),
  - [3.] Salvador Montejo (Secretario del Consejo),
- (b) Consejeros dominicales: estos, por el contrario, generalmente son nombrados por los accionistas mayoritarios para que les representen en la toma de decisiones. Por su parte, en Endesa, son dominicales los siguientes consejeros:
- [4.] Luigi Ferraris (Vocal),
  - [5.] Fulvio Conti (Vocal),
  - [6.] Gianluca Comin (Vocal) y
  - [7.] Massimo Cioffi (Vocal).<sup>9</sup>
- (c) Consejeros independientes: por último, los independientes vienen a representar a la categoría de accionistas minoritarios para evitar que la toma de decisiones se monopolice por los accionistas mayoritarios que ejerzan excesivo poder. Como independientes en el consejo de Endesa tenemos a:
- [8.] Alejandro Echevarría (Vocal) y
  - [9.] Miguel Roca (Vocal).

Pues bien, pese a que se entrará más profundamente en la cuestión en el mencionado apartado, es menester adelantar la problemática resultante como consecuencia de la toma de decisiones en el Consejo de Administración de la compañía en tanto en cuanto la composición del mismo es abundantemente proveniente de su principal accionista, esto es, Enel.

## **2.2. Perímetro de valoración**

Como se ha introducido en las líneas inmediatamente superiores, la compañía presta servicios de forma global a lo largo de cuatro continentes habiendo, por tanto, descentralizado su negocio e internacionalizado sus sistemas productivos. La operación

---

<sup>9</sup> En tanto consejeros dominicales, representan a los accionistas que los hubieran nombrado. Precisamente por tratarse Enel del accionista mayoritario, todos los consejeros externos dominicales representan a Enel.

llevada a cabo implica todos los activos pertenecientes a los países de Sudamérica que se encuentran consolidados bajo la sociedad Enersis. Dicha sociedad constituye el vehículo de inversión del grupo en electricidad convencional en Latinoamérica. La participación que el grupo ostenta sobre Enersis es del 60,6% del total de su capital social, del cual el 20,3% está directamente controlado por Endesa, mientras que el 40,3% restante está controlado por una subsidiaria propiedad en su totalidad de la misma. A modo esquemático, el perímetro de valoración sería el siguiente:

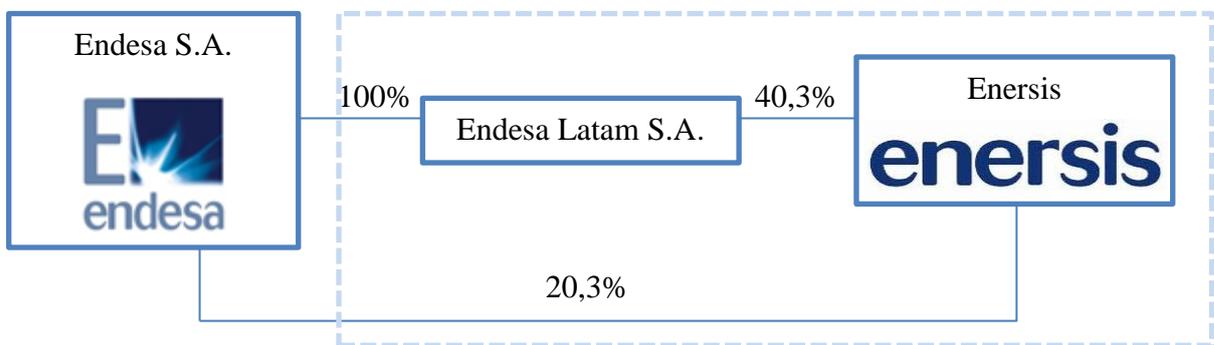


Gráfico 1: Perímetro de valoración

Fuente: elaboración propia

En dicho perímetro nos encontramos con un conglomerado considerable de compañías de diferentes líneas de negocio dentro del sector eléctrico, así como localizado en diferentes puntos de la zona Sudamericana. De nuevo, a modo esquemático se presentan las siguientes compañías consolidadas bajo la sociedad objeto de transacción:

	Generación	Transmisión	Distribución	Otros
Argentina	CHOCON COSTANERA DOCKSUD		EDESUR	
Brasil	CACHOEIRA FORTALEZA	CIEN	AMPLA COELCE	

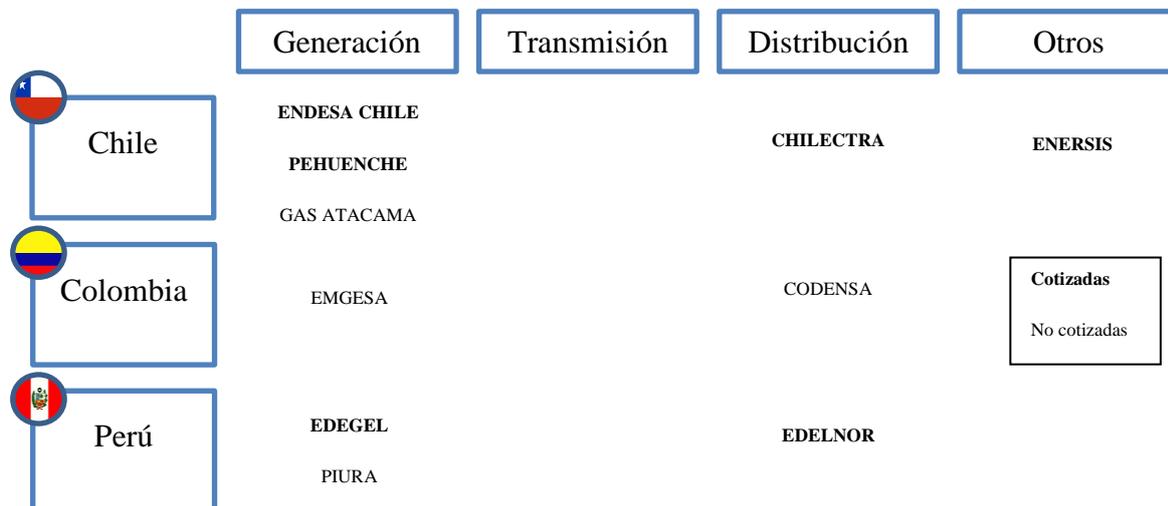


Gráfico 2: Compañías consolidadas bajo Enersis

Fuente: elaboración propia

### 2.3. Estructura posterior operación

Conocida la estructura “previa operación” así como el perímetro de valoración, conviene aclarar cómo quedaría la estructura corporativa una vez la operación se haya efectivamente ejecutado. La operación que aquí tratamos constituye un plan de reestructuración en el seno de la compañía eléctrica española mediante la compra por parte de Enel de los activos localizados en Enersis. Con esta reestructuración Endesa se desprendería de sus activos latinoamericanos quedando la situación como sigue:

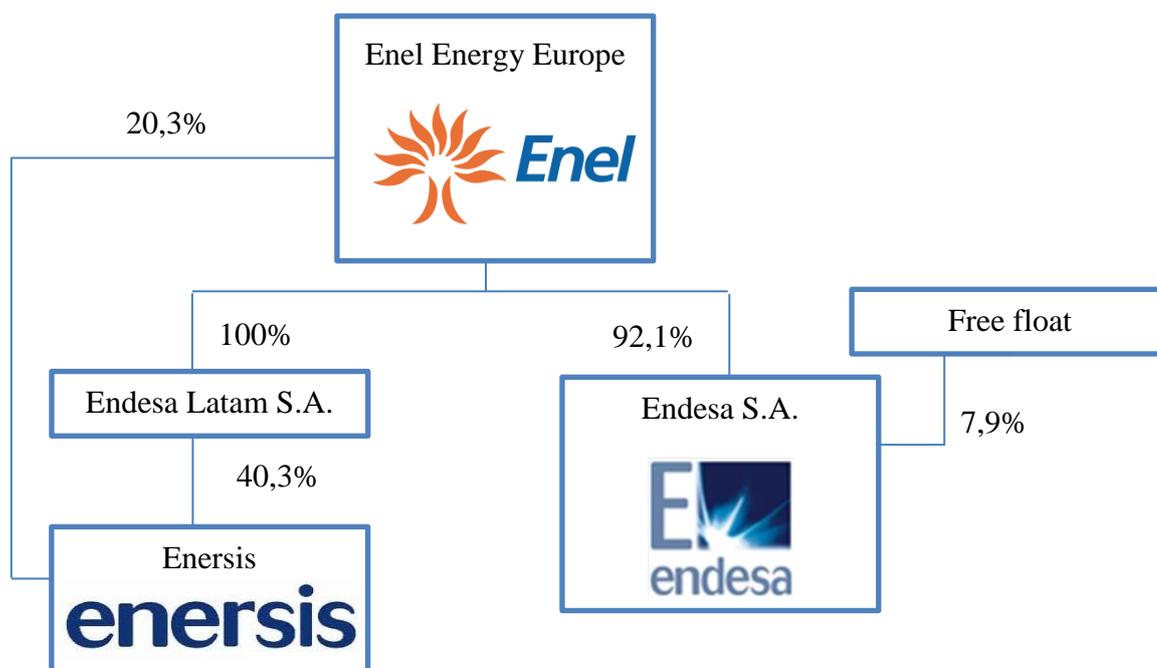


Gráfico 3: Estructura post-operación

Fuente: elaboración propia

### 3. Ejercicio de valoración

Una vez se ha presentado el escenario en el que se va a ejecutar la operación que proponemos analizar y entendidos los principales aspectos de la misma, a saber, la estructura corporativa así como el perímetro de valoración y las posibles dificultades que dicho negocio presenta, es adecuado comenzar el estudio mediante la introducción y explicación de los conceptos básicos de valoración que sirven de base para el ulterior entendimiento de la transacción.

#### 3.1. Revisión de la literatura o marco teórico

##### 3.1.1. Técnicas de valoración

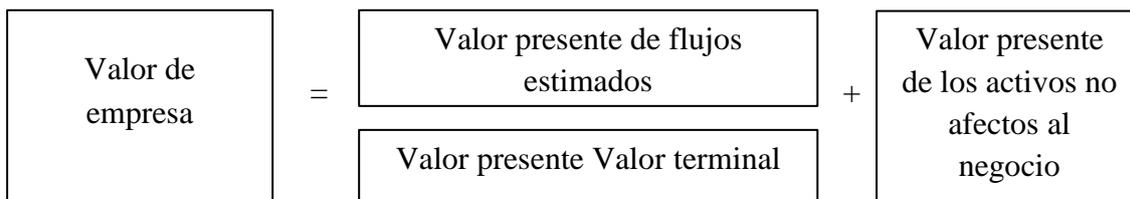
###### 3.1.1.1. Descuento de flujos de caja

Como se ha adelantado anteriormente, el descuento de flujos de caja (DCF) calcula el valor de las empresas partiendo de la construcción de ciertas hipótesis acerca de los flujos de caja que la empresa es capaz de generar en el futuro para traerlos a valor presente descontándolos a una tasa de descuento que mejor represente el riesgo que dichos flujos representan. Pero, ¿qué flujo de caja se debe considerar a efectos del cálculo?, y por consiguiente, ¿cómo se calcula la tasa para descontar dichos flujos de caja?. Pese a que será explicado detalladamente en los apartados correspondientes a los flujos de caja y la tasa de descuento, no debemos olvidar que con independencia del flujo de caja que calculemos, la tasa de descuento a aplicar será aquella que corresponda al flujo de caja.<sup>10</sup>

Bajo este modelo, el valor del negocio viene dado por el valor actualizado de los flujos de caja procedentes de las operaciones afectas al negocio –que a su vez se subdivide en el valor presente de los flujos procedentes del periodo del pronóstico más el valor actualizado de los flujos de operaciones que tienen lugar en momento ulterior al periodo de pronóstico, y que posteriormente se detallará con mayor precisión- más el valor presente de los activos no afectos al negocio. A modo esquemático, el valor de la empresa conforme al DCF es como sigue:

---

<sup>10</sup> Nos remitimos a Kruschwitz (2006) “*Discounted cash flow: a theory of the valuation of firms*” así como a Block (1999) en su libro “*A study of financial analysts: practice and theory*”.



Llegados a este punto, debemos plantearnos ciertas cuestiones tales como: ¿sobre qué periodo de tiempo deberíamos tratar de predecir los flujos de caja de Enersis? y ¿cuáles deberían ser los flujos a proyectar?, ¿cuál es la tasa correcta para calcular el valor actualizado de los mencionados flujos de caja? y ¿cómo debemos determinar el valor terminal? Pues bien, en los siguientes apartados damos respuesta a estas preguntas.

#### 3.1.1.1.1. Horizonte temporal de la predicción

El intervalo sobre el que realizar una proyección precisa sobre los flujos de caja que se espera que genere la empresa depende de muchos y diferentes factores, entre los que destacan la estabilidad esperada en la economía, en la industria en general de la que se participe la empresa objeto de valoración y la propia empresa en particular, la inflación de los precios o la evolución esperada en los tipos de interés, por su especial trascendencia en ambas ramas del coste de capital (Damodaran, 1994).

En general se suelen tomar entre cinco y diez años como periodo máximo en el que se tiene visibilidad razonable como para construir una correcta evolución del negocio. Sin embargo, académicamente asociamos el valor terminal al valor del sumatorio de los flujos de caja que tienen lugar una vez el crecimiento de la compañía se considera absolutamente estabilizado. Por ello, dependiendo de la industria podremos estar ante negocios con mayor facilidad de proyección y visibilidad lo cual nos permitirá realizar una valoración más ajustada, con menor peso del valor terminal sobre el valor total.<sup>11</sup>

#### 3.1.1.1.2. Cálculo de los flujos de caja

Recordemos que las técnicas de valoración giran en torno a dos tipos de valores, tanto el de los recursos propios como el de la empresa en su conjunto. En lo que

---

<sup>11</sup> Con motivo del carácter especialmente cíclico de la economía latinoamericana así como por la incertidumbre del marco político, económico y legal que rodea a los países de Argentina y Brasil, nuestro horizonte temporal se restringe a diez años a contar desde 2014. Debemos también recordar que el acceso al Plan de Negocio de Enersis se encontró restringido.

respecta al valor del negocio los flujos de caja objeto de estudio y estimación suelen ser los flujos de caja libres o los flujos de caja disponibles para los accionistas.

El flujo de caja libre (o “*free cash flow*”) se define como el flujo de caja generado por las operaciones regulares de la empresa que queda disponible, cumplido con las obligaciones fiscales derivadas de los impuestos, una vez cubiertas las necesidades de inversión en activos así como las operativas de fondos. Dicho flujo de caja se calcula de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \text{Flujo de caja libre} = & \\ & \text{EBIT (1-t)} \\ & + \text{Amortizaciones} \\ & +/- \text{Variaciones de capital circulante (“Working Capital”), excepto tesorería} \\ & +/- \text{Variaciones en activos fijos (“CAPEX: Capital Expenditure”)} \end{aligned}$$

Por su parte, el flujo de caja para los accionistas es aquella parte del flujo de caja generado por el negocio habitual que queda disponible para remunerar a los accionistas una vez que ya se han afrontado todos los pagos necesarios, tanto operativos como los asociados a los compromisos para con los prestamistas. Su cálculo es como sigue:

$$\begin{aligned} \text{Flujo de caja disponible para accionistas} = & \\ & \text{Flujo de caja libre} \\ & - \text{Gastos financieros (1-t)} \\ & - \text{Pagos del principal abonados} \\ & + \text{Ampliación de deuda a largo plazo} \end{aligned}$$

Ahora bien, ¿qué flujo de caja debería utilizar para la valoración?

A estos efectos, la elección entre las mencionadas modalidades de flujos de caja dependerá de los siguientes aspectos:

- (a) Procederemos con el flujo de caja libre cuando busquemos obtener la valoración de la empresa en su conjunto y no el valor de los recursos propios. Asimismo, también será recomendable utilizar el FCL para:
  - i. aquellas empresas con niveles de apalancamiento extremos tanto altos como bajos y que busquen modificarlo dado que dicho flujo de caja no

tiene en cuenta en su cálculo el pago y la ampliación de la deuda y el coste de capital, como tasa de descuento, no cambia drásticamente como consecuencia de dicha modificación.

ii. empresas de las que se dispone escasa información relativa al nivel de apalancamiento, debido al mismo motivo que el expresado anteriormente.<sup>12</sup>

(b) Por el contrario, será útil la utilización del flujo de caja disponible para los accionistas en aquellos supuestos en los que estemos ante la valoración de empresas con una situación de endeudamiento estable, independientemente del nivel que presenten.

#### 3.1.1.1.3. Cálculo de la tasa de descuento

Como se ha introducido en capítulos anteriores, la tasa de descuento representa el nivel de riesgo asociado a los flujos de caja estimados para la valoración, y como tal, será dependiente del tipo de flujo de caja escogido para la valoración. Efectivamente, la tasa de descuento variará si el propósito y finalidad de la valoración es la obtención del valor de la empresa, o bien el de sus recursos propios, dado que descontaremos bien al coste de capital (WACC) o bien al coste de capital, respectivamente.

De esta forma, cuando se emplea el flujo de caja disponible para accionistas, con vistas a obtener el valor de los recursos propios de la empresa, la tasa de descuento a utilizar será aquella que represente exclusivamente la rentabilidad exigida por los accionistas con apalancamiento financiero. A estos efectos nos remitimos al modelo, anteriormente introducido, conocido como CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) que se basa en aplicar sobre la rentabilidad de la renta fija, y por tanto, libre de riesgo una prima que represente ese plus de riesgo asociado a ese concreto activo de renta variable. Matemáticamente se define como:

$$K_e = R_f + \beta_L \times (R_m - R_f)$$

Dónde:

$R_f$  = rentabilidad libre de riesgo

---

<sup>12</sup> Por este motivo, procederemos a realizar la valoración por descuento de flujos de caja a través del flujo de caja libre.

$(R_p - R_f) =$  prima de riesgo esperada sobre el mercado

$\beta_L$ <sup>13</sup> = beta de los recursos propios de la empresa apalancada (conocida como “ $\beta$  leveraged”). Dicha magnitud mide el riesgo incremental que genera la acción de dicha empresa a una cartera de valores diversificada. Así las cosas, mide la parte del riesgo total que no se puede eliminar con la diversificación. A su vez, la beta apalancada es:

$$\beta_L = \beta_u \times [1 + ((1-t) \times D/E)]$$

Dónde:

D = valor de mercado de la deuda de la empresa.

E = valor de mercado de los fondos propios de la empresa.

$\beta_u$  = beta de los fondos propios de la empresa sin apalancar (“ $\beta$  unleveraged”).

El problema principal en lo que respecta al valor de la beta, es que en compañías no cotizadas el cálculo de la misma no se puede obtener en tanto que no se tiene información de sus títulos como para realizar el método de regresión entre los rendimientos de la acción y los del mercado. Ante la imposibilidad de obtener la correlación con la cartera de mercado, el método indirecto de mayor calado es el de calcular la beta apalancada de las compañías comparables cotizadas, calcular la correspondiente beta no apalancada de cada una de ellas en aras a obtener una beta no apalancada en términos medios a la que aplicar la estructura financiera de la empresa en cuestión.<sup>14</sup>

Volviendo al caso de flujos de caja libre, la tasa de descuento a la que actualizar el valor de los mismos se calcula mediante la ponderación de los costes asociados a ambas fuentes de financiación, esto es, el coste medio ponderado de los recursos (WACC), que se calcula de la siguiente manera:

$$WACC = K_e \times [E/(E+D)] + K_d \times (1-t) \times [D/(E+D)]$$

<sup>13</sup> De nuevo nos remitimos a Martínez, Ledesma y Russo (2013) “Modelos de cálculos de las betas a aplicar en el Capital Asset Pricing Model: el caso de Argentina”.

<sup>14</sup> En tanto que Enersis es una compañía cotizada, el coeficiente beta, tal y como indican Alonso, Azofra y de la Fuente (2008) en su obra “las opciones reales en el sector eléctrico. El caso de la expansión de Endesa en Latinoamérica”, “se obtiene a partir de las variaciones mensuales de la rentabilidad de Enersis y del índice S&P Global 1200 durante los cinco años anteriores”.

Dónde:

$K_d$  = coste de la deuda.

Este WACC representa la rentabilidad exigida por accionistas y prestamistas dependientes del nivel de riesgo del negocio. Llegados a este punto, es también menester hacer un pequeño inciso en lo que respecta a la estructura financiera. No debemos olvidar que la estructura de capital que utilizamos como base para ponderar el coste de los capitales es la estructura que consideramos óptima y que no tiene por qué coincidir con la tasa que actualmente tuviera la empresa. Y es por esto que surge el APV.

#### 3.1.1.1.4. Determinación del valor terminal

Explicados los flujos de caja y la tasa de descuento para su actualización, es momento para entender el concepto de valor terminal que no es otra cosa que el valor actualizado de la totalidad de flujos de caja que tienen lugar una vez pasado el lapso temporal sobre el que se realizan los pronósticos. Teóricamente, responde al momento a partir del cual el crecimiento de la empresa se encuentra totalmente estabilizado. Como se puede comprobar, el valor terminal es una cuestión de máxima importancia al poder llegar a representar más de la mitad del valor total de la compañía. Por esta razón, determinar el valor terminal con la mayor de las precisiones implicaría realizar un estudio exhaustivo de la situación del negocio en el último de los años estimados en aras a poder realizar correctamente las hipótesis de crecimiento sostenido.

Entendido el concepto, nos preguntamos ¿hasta cuándo debemos considerar que la empresa se mantiene en funcionamiento? Pues bien, el modelo de descuento de flujos de caja parte, excluyendo ciertas excepciones en las que son conocidas completamente sus duraciones<sup>15</sup>, de la idea de que la empresa existe de forma ilimitada en el tiempo de forma tal que el valor terminal representa un renta perpetua en el tiempo.

Del concepto teórico del valor terminal se deriva la última de las cuestiones, ¿cómo calculamos el flujo de caja que genera la empresa una vez su crecimiento se mantiene

---

<sup>15</sup> Como podría ocurrir en la valoración de un determinado activo cuya explotación está sometida a un lapso de tiempo determinado, como sería una concesión.

estable? Pues bien, existen en la actualidad dos métodos de mayor calado con técnicas muy diferenciadas:

- (a) Aplicar una tasa de crecimiento (“g”) a la composición del último de los flujos de caja estimados en el periodo de pronóstico. Por lo tanto, partimos del flujo de caja correspondiente al último año a partir del cual el crecimiento será estable. Sin embargo es habitual encontrarnos con conceptos característicos de situaciones temporales de forma que no puede ser considerados para el cálculo perpetuo. En tales casos, lo académicamente correcto sería establecer un flujo de caja normalizado (“*normalised FCF*”) sobre el que aplicar la tasa de crecimiento. En cuanto a su cuantía, la tasa de crecimiento no debe ser muy superior a la tasa de inflación esperada para el país o los países en los que actúa y opere la compañía. En lo que respecta a ésta, merece tener en cuenta las características concretas de la empresa, así como de las economías en las que se desenvuelve.
- (b) Aplicar el método de valoración por múltiplos considerando el año del valor de terminal como fecha de valoración como cualquier otro caso teniendo en cuenta las limitaciones de crecimiento que dicha empresa pudiera tener.

#### 3.1.1.1.5. Determinación del valor de la empresa

Explicados los conceptos básicos en torno a los que se sustenta el modelo de descuento de flujos de caja, y realizado la valoración es momento de obtener el valor de la empresa o de sus recursos propios.

Para determinar el valor de la empresa, dependerá de si hemos realizado el modelo aplicando uno u otra modalidad de flujos de caja. Para los flujos de caja libre, la valoración resultante de actualizar los flujos proyectados más el valor presente del valor terminal será efectivamente el valor total de la empresa. No obstante, si quisiéramos calcular el precio de las acciones, sería suficiente con deducir de dicho valor total el valor de la deuda con coste, lo cual nos determina el valor de los recursos propios, y dividirlos por el número de acciones en circulación<sup>16</sup>. Matemáticamente:

---

<sup>16</sup> Dado que, como hemos comentado anteriormente, nuestro ejercicio de valoración se centra en los flujos de caja libre y buscamos obtener el valor de recursos propios, el proceder será el mencionado.

$$\text{Valor acciones} = \sum \left[ \frac{\text{FCF}_i}{(1+\text{WACC})^i} \right] + \left[ \frac{V_n}{(1+\text{WACC})^n} \right] - \text{Valor actual deuda}$$

En el caso de haber utilizado los flujos de caja disponibles para el accionista, el modus operandi sería el contrario. Al valor de la capitalización bursátil habría que sumarle el valor actual de la deuda con coste. Matemáticamente:

$$\text{Valor acciones} = \sum \left[ \frac{\text{CFd}_i}{(1+K_e)^i} \right] + \left[ \frac{V_n}{(1+K_e)^n} \right]$$

### 3.1.1.2. Valoración por múltiplos

Una vez desarrollados los principales métodos de valoración dinámica, es menester remitirnos a los métodos relativos como técnica de complementación. Concretamente el método de valoración por múltiplos parte de la hipótesis de eficiencia de mercado de forma tal que los precios de cotización recogen toda información pública. Dentro de esta modalidad contamos con la técnica de comparación de transacciones precedentes comparables así como de compañías comparables cotizadas que se desarrollan a continuación:

#### 3.1.1.2.1. Múltiplos de transacciones precedentes

Para aplicar el método de valoración de empresas por múltiplos de transacciones precedentes (“*precedent transactions*”) se requiere realizar un estudio exhaustivo de transacciones comparables que hayan tenido lugar en la industria en aras a determinar medida de referencia, tal como ratios o múltiplos. En definitiva, lo que se busca es determinar un parámetro de valoración clave.<sup>17</sup>

La idea gira en torno a: ¿fueron las compañías objeto de transacción valoradas a algún múltiplo sobre el EBIT, EBITDA, ventas o cualquier otro parámetro?. De esta forma, una vez descubierto el parámetro de valoración de referencia, el siguiente paso es determinar a qué múltiplos fueron valorados dichos parámetros.

En lo que concierne a la valoración de Enersis, y debido a sus diferentes líneas de negocio con características verdaderamente diferenciadas en lo que respecta al modelo de negocio, es recomendable subdividir la valoración por múltiplos, inicialmente, en

---

<sup>17</sup> Para la valoración de Enersis analizamos las transacciones que han tenido lugar en el sector eléctrico y buscamos como parámetro de referencia el EBITDA.

países (Brasil, Chile, Colombia, y Perú debido a sus diferentes etapas del ciclo económico y características macroeconómicas) para posteriormente subdividirlo de nuevo, como se ha introducido anteriormente en el apartado de perímetro de valoración, en las líneas de negocio (Generación, distribución y transmisión). A estos efectos, obtenidos los múltiplos correspondiente a las diferentes líneas de negocio en cada uno de los países en los que Enersis tiene activos, se aplicarán estos a los parámetros de valoración de referencia<sup>18</sup> tal y como se muestra en el Anexo 1.

#### 3.1.1.2.2. Múltiplos de compañías comparables

Este método consiste en determinar compañías comparables a la que está siendo valorada que coticen en bolsa para, partiendo de la base de que los mercados en su conjunto son eficientes y en términos medios valoran correctamente los diferentes sectores, obtener determinados múltiplos entre la capitalización bursátil y determinados parámetros de valoración de referencia.

A estos efectos, para elaborar un estudio detallado y lo más preciso posible debemos empezar por definir correctamente el grupo de compañías sobre el que calcular los múltiplos de referencia. En efecto, como se ha comentado anteriormente, la simplicidad de este método es su mayor inconveniente si no se sigue un estudio comprendido y académico. Para la elección, por tanto, de las compañías comparables será preciso, en principio, escoger aquellas pertenecientes al mismo sector de actividad en tanto que, como ya indicaba Pratt (1989), se pueden predicar de las mismas que ofrecen los mismos productos, poseen estructuras de capital similares y calificaciones crediticias igualmente parecidas así como estrategias y dirección alineadas. Sin embargo, limitar el estudio exclusivamente sobre compañías que operan en el mismo sector no es académicamente aceptable en tanto que la empresa podrá ser comparable toda vez que los flujos de caja que generen, el perfil de riesgo y el crecimiento esperado sean similares.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> En este caso, el EBITDA.

<sup>19</sup> A estos efectos, es recomendable remitirse a la opinión anteriormente comentada sobre Badenes y Santos (1999) en su libro *“Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables”*, a Baker y Ruback (1999) y su escrito *“Estimating industry multiples”*. Igualmente importante es el escrito de Bhojraj (2002) *“Who is my peer?”*

Determinado el grupo de compañías comparables el siguiente paso será, por tanto, definir el múltiplo concreto al que valorar el sector. En atención a la clasificación propuesta por Fernández (2001b), podremos obtener tres modalidades de indicadores, a saber:

- (a) Múltiplos de capitalización de la empresa (*“Equity Value”*). Debido a su facilidad de cálculo, derivado de la disponibilidad de la precio de cotización, se configuran como la modalidad más utilizada en la práctica. Entre estos destacan: el PER, P/CF y Capitalización/Recursos propios, que se detallan posteriormente.
- (b) Múltiplos del valor de la empresa (*“Enterprise Value”*). Estos múltiplos nos indican el valor del negocio al completo, esto es, recursos propios más la deuda financiera neta, minoritarios e inversiones financieras. Los más utilizados dentro de esta categoría son: EV/EBITDA, EV/V.

Decíamos que la principal ventaja que aporta su simplicidad es un arma de doble filo llevando a conclusiones erróneas supuesto que no se cumplan una serie de circunstancias que detalla Damodaran (1994) en:

- (a) Todo múltiplo de referencia debe tener dos propiedades imprescindibles: que se defina de forma consistente y que exista uniformidad en su cálculo. Esto se produce cuando se utiliza en un múltiplo correspondiente a la primera de las categorías de Fernández (2001b), afectando a la capitalización, un concepto relacionado exclusivamente con los recursos propios, como puede ser el beneficio neto. Por su parte, el múltiplo de referencia será utilizado uniformemente si está perfectamente determinado los conceptos y variables temporales a aplicar, por ejemplo, que el precio de cotización sea el del último cierre o que el beneficio neto a aplicar sea el del último ejercicio, o el esperado para un año concreto.
- (b) Llegar a comprender con la mayor profundidad disponible las variables fundamentales que conforman el múltiplo.
- (c) Y, por último pero no menos importante, cerciorarse de que el grupo de comparables sea el adecuado para realizar conclusiones y comparaciones, teniendo siempre presente y controladas las diferencias entre las distintas

empresas de forma tal que el múltiplo concluyente sea capaz de representar la realidad presente y futura de las compañías que queremos valorar.

### 3.1.1.3. *Consenso de analistas*

Pese a que no es apropiado considerar la opinión generalizada sobre el precio objetivo como método de valoración, es habitual encontrarlo como complemento a los distintos métodos de valoración en los ejercicios de valoración de profesionales.

La metodología es especialmente sencilla pues consiste básicamente en determinar, en términos medios, el precio objetivo (“*target price*”) de una acción de compañía cotizada (“*security*”) como la media de los distintos valores asignados por analistas encargados de su seguimiento. Dado que el precio objetivo de cada analista varía a medida que se va haciendo pública determinada información que puede afectar al futuro de la compañía, el “*target price*” medio igualmente varía. Ejemplo de ello es la gráfica que se muestra a continuación sobre la cotización y el “*target price*” de Enersis<sup>20</sup>:



Gráfico 4: Cotización y target price

Fuente: elaboración propia

## 3.2. Resultados de la valoración de Enersis

Desarrollados los conceptos teóricos que nos sirven de base para realizar el ejercicio de la valoración de los activos incluidos en el perímetro de valoración, es momento de llevar al plano práctico dichas metodologías en aras a alcanzar un rango de valoración.

<sup>20</sup> Valores expresados en pesos chilenos

### 3.2.1. Valoración de mercado

En el ejercicio de determinación del valor de los recursos propios y de la compañía de Enersis, comenzaremos por determinar el valor de mercado en tanto es la manera más sencilla de valorar una compañía cotizada (o “*publicly traded firm*”).

El valor, por tanto, de una “*publicly traded firm*” es muy sencillo de calcular dado que lo único que se necesita es determinar el precio de cotización de las acciones que conforman el capital social de la empresa, y que pueden ser de diferente naturaleza, (en términos anglosajones “*company stock price*”) y multiplicarlo por el número de acciones en circulación (denominado “*shares outstanding*” en los países anglosajones) de forma que se obtiene el valor de mercado de los recursos propios de la empresa (“*market capitalization*” en tal caso). Sin embargo, no debemos olvidar que es muy común en este tipo de procesos de valoración el realizar distintos tramos de valoración en atención a diferentes lapsos temporales para poder recoger una valoración menos sesgada por la situación actual de la empresa. Así las cosas, es habitual encontrarnos con la cotización media o el máximo y mínimo de los últimos doce meses, seis meses, tres meses.

Para la operación objeto de análisis, hemos preparado la valoración correspondiente a los recursos propios a través del método de valoración de mercado para los tramos de 12m, 6m, 3m y para la cotización correspondiente al día en el que la valoración debería haber tenido lugar, esto es, con anterioridad a que dicha transacción se hubiera hecho oficial. Como día de referencia tomamos el 27 de agosto de 2014.

Una vez determinado el valor de mercado de los recursos propios, el próximo paso es comprobar o averiguar el descuento o la prima a la que se venderían las correspondientes acciones en función de si se vende a un precio inferior al del mercado o a un precio superior al del mercado, respectivamente. Lo más normal es encontrarse con los supuestos de venta a precios superiores al correspondiente valor de mercado, esto es, “at a Premium”. Aunque se desarrollará con mayor precisión en el capítulo de la venta de Enersis, generalmente encontramos ventas por precios superiores al valor de mercado debido a que generalmente el comprador espera obtener sinergias que supongan la creación de valor sobre la empresa objeto de transacción así como para

obtener el control de la misma, lo que se conoce comúnmente como “*controlling interest*”.

En definitiva, esta referencia valorativa parte de la base de que, en algún momento pasado, en términos medios, el precio de la acción representaba su verdadero valor intrínseco. Así las cosas, en el último año a partir de la fecha de referencia el rango de valoración sería el siguiente:

Periodo	Precio (pesos)		N° acciones (m)	Capitalización (m€)	
	Mín.	Max.		Mín.	Max.
12M	140	199,4	49.092,77	9.078	12.569
6M	155,7	199,4		9.813	12.569
3M	178,1	199,4		11.226	12.569
27/08/14	199,4			12.569	

Tabla 1: Valoración de mercado

Fuente: elaboración propia

### 3.2.2. Descuento de flujos de caja

La elaboración de este método, tal y como resume Fernández (2000a) para que sea cuanto mayor preciso posible exige las siguientes etapas:

**Análisis financiero.** El primero de los pasos deberá ser el análisis detallado de la evolución que ha experimentado la compañía en términos de Cuenta de pérdidas y ganancias y Balances con especial incidencia en los flujos de caja generados, las necesidades de financiación, las concretas inversiones en activo así como la salud financiera. (A estos efectos, es conveniente remitirnos al segundo apartado del capítulo de Descuentos de Flujo de Caja del Anexo 1: “Fundamentos para la hipótesis”). Del análisis de tales datos operativos obtenemos los siguientes ratios históricos que utilizaremos como base para la realización de las pertinentes hipótesis:

Principales ratios		
Margen amortización	4,0%	4,3%
Cobertura de amortización	160,4%	168,7%
Porcentaje de WC	0,7%	0,6%
Crecimiento ventas	-9,1%	7,5%
Margen EBITDA	32,9%	31,3%

Tabla 2: Principales ratios históricos

Fuente: elaboración propia

**Proyecciones de los flujos futuros.** Analizado y comprendido el negocio y estrategia de la compañía, se procederá a realizar (1) previsiones financieras, (2) previsiones estratégicas y competitivas y, por último, (3) un análisis de la consistencia de las previsiones financieras con la posición competitiva y estratégica. En la valoración de Enersis hemos procedido a realizar dos modelos distintos de proyecciones, a saber, (1) como la media de las estimaciones de analistas; y (2) como resultado de hipótesis que hemos elaborado personalmente que se encuentran detalladas en el tercero de los apartados del capítulo del DCF bajo el título “Proyecciones: (A) o (B)”.

**Determinación del coste de los recursos que mejor represente el riesgo al que se someten los flujos de caja proyectados.** A estos efectos, nos remitimos al apartado de la tasa de descuento para su correcta comprensión. Como se puede comprobar en el primero de los apartados del capítulo del DCF, partimos de la base de (1) un grado de endeudamiento óptimo del 50%, (2) una tasa libre de riesgo como la ponderación entre el peso de cada país sobre el EBITDA de la compañía y la TIR correspondiente, que es calculada a su vez como la suma de la rentabilidad a 10 años del bono americano y la tasa de riesgo de cada país, (3) de una beta apalancada conforme a dicha estructura financiera óptima sobre la media de las comparables, (4) de un diferencial de 800 puntos básicos sobre la tasa libre de riesgo resultado de la media de los spreads de los bonos corporativos emitidos por compañías comparables; y (5) de una tasa impositiva del 33% en la que ya incluimos la reforma tributaria que podría experimentarse en Chile y que se encuentra actualmente en discusión en la Cámara Alta y en comisión mixta de senadores y diputados.

**Actualización de los flujos de caja descontando con la determinada tasa los flujos de caja correspondientes.**

**Interpretación de resultados.** Una vez obtenida la valoración resultante, es conveniente comparar dicho valor con el correspondiente contable así como con compañías comparables así como una correcta elaboración del análisis de sensibilidades de las hipótesis más críticas de la valoración.

### 3.2.3. Múltiplos de compañías comparables

En lo que respecta a la valoración por múltiplos de compañías comparables cotizadas, hemos decidido obtener sobre el grupo de “peers” que se muestra en líneas posteriores, los siguientes múltiplos: [1.] EV/EBITDA y [2.] EV/EBIT para el valor del negocio al completo, y [3.] PER y [4.] Precio/ Cash Flow para valorar los recursos propios.<sup>21</sup>

#### 3.2.3.1. Múltiplos basados en la capitalización de la empresa

##### 3.2.3.1.1. Price Earnings Ratio (PER)

El precio de cotización sobre el beneficio neto se posiciona como uno de los múltiplos de referencia de mayor calado en la valoración de empresas mediante múltiplos en tanto que constituye una precisa medida para valorar los recursos propios en relación con su rentabilidad.<sup>22</sup> Matemáticamente se desarrolla como sigue:

$$\text{PER} = \text{P/BPA} = \text{Precio} / \text{Beneficio por acción}$$

Como podemos comprobar, el ratio mezcla conceptos referidos a diferentes lapsos temporales toda vez que el precio de cotización representa las expectativas de futuro de los inversores mientras que el beneficio por acción suele referirse al último de los ejercicios sociales. Para evitar precisamente la combinación de diferencias temporales, se suele utilizar como beneficio neto por acción los beneficios futuros estimados.

Como se ha introducido en este apartado, el PER mide, en cierta medida, la rentabilidad de los accionistas en tanto que la inversa del ratio (beneficio por acción/ precio por acción) representa la rentabilidad anual suponiendo que la totalidad de los beneficios son distribuidos. De esta forma, aquellas empresas con mayor múltiplo suponen implícitamente rentabilidades aparentemente bajas. Precisamente debido a esta afirmación, será recomendable realizar la valoración mediante el múltiplo PER medio de un grupo de comparables con menor ratio, dado que la rentabilidad implícita de la compañía objeto de valoración será aparentemente alta.

---

<sup>21</sup> Precisamente por el carácter cíclico del negocio eléctrico en países latinoamericanos, fuertemente dependientes de una economía inestable así como por las características principales y ventajas de cada uno de los cuatro parámetros de referencia.

<sup>22</sup> Así lo afirma Alford (1992) en su escrito “*The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the Price-earnings valuation method*”.

En tanto que se trata de una modalidad de indicador relativo, del múltiplo PER se pueden predicar ciertas limitaciones, a saber, que no tiene en cuenta el valor del dinero en el futuro, la tasa de crecimiento de los beneficios o el perfil de riesgo de las compañías.<sup>23</sup>

#### 3.2.3.1.2. Precio/Cash Flow

El múltiplo precio/ cash flow constituye el segundo de los dos indicadores de mayor calado en el cálculo de la capitalización de una empresa. Pese a que su utilización y naturaleza sea muy equivalente al ratio precio/ beneficio neto, Martínez Canosa (2005) resalta que “el motivo de utilizar el cash flow en lugar del beneficio es principalmente su mayor objetividad y comparabilidad, ya que el cash flow intenta medir el flujos de fondos generado por la compañía, eliminando de los beneficios los efectos de las anotaciones contables no representativas de los movimientos de fondos”. En definitiva, se opta por utilizar un concepto más realista y menos dependiente de políticas contables de los distintos Planes Generales Contables de diferentes países, tales como la amortización.

#### 3.2.3.1.3. ¿Cuándo utilizar múltiplos de capitalización bursátil?

Ambos indicadores, precisamente por tratarse de indicadores relativos que no consideran la actuación futura de la empresa objeto de valoración, son especialmente útiles y aceptados en sectores con elevado grado de incertidumbre. Tal y como afirma Martínez Conesa (2005), “el ratio P/CF así como el PER es un ratio estático, lo que favorece su empleo en sectores cíclicos donde la visibilidad de beneficios sea limitada”.

#### 3.2.3.2. *Múltiplos basados en el valor de la empresa*

La segunda de las modalidades de múltiplos de valoración son aquellos que relacionan el valor del negocio en su totalidad con parámetros de valoración independientes de la estructura de capital. Como ya dijo Martínez Conesa (2005), este tipo de ratios “no valoran de manera diferente empresas que están altamente endeudadas y empresas que no deben dinero a los bancos”. Como consecuencia, y siempre que se busque un estudio pormenorizado de compañías comparables según las características anteriormente comentadas enunciadas por Pratt (1989) –de entre las que

---

<sup>23</sup> Beaver (1978) “*What determines Price-earnings ratios?*”

destaca la similitud de estructuras de capital-, el grupo de compañías cotizadas comparables deberá configurarse teniendo como filtro inicial la estructura financiera.

#### 3.2.3.2.1. EV/EBITDA

La deficiencia que anteriormente se predicaba del ratio PER es igualmente vencida en el ratio de Enterprise Value/ EBITDA<sup>24</sup>, y es por esto que se trata de uno de los múltiplos más utilizados por los analistas en sus ejercicios de valoración. De nuevo, Martínez Conesa (2005) afirma que dicho múltiplo “evita las distorsiones provocadas por distintas estructuras financieras y políticas fiscales. Entre otras cosas esta medida del beneficio tiene la ventaja de que es más comparable entre distintas empresas (incluso aunque operen en distintos países), al no tener en cuenta gastos cuyo importes son bastantes manejables por las propias empresas”. Debido a esta trascendental ventaja, estamos ante un ratio que, a excepción del sector de entidades financieras – debido a su especial modelo de negocio-, es utilizado para la totalidad de líneas de negocio.

#### 3.2.3.2.2. EV/ Ventas

El ratio de valor de la empresa sobre el importe de ventas goza de la misma ventaja que aporta la no consideración de la estructura financiera, las políticas fiscales y las valoraciones contables. No obstante, al considerar las ventas y no el resultado operativo el ratio de EV/ Ventas resulta de mayor utilidad en el proceso de valoración de compañías de reciente creación con volúmenes de costes desproporcionales a sus niveles de ingresos. Asimismo, serán de utilidad para la valoración de compañías pertenecientes al sector financiero así como un gran complemento para los múltiplos de capitalización en los sectores cíclicos.

---

<sup>24</sup> Ya que no incluye en su cálculo ni intereses, ni impuestos ni amortizaciones (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization: EBITDA)

Supuestas las importantes diferencias políticas y económicas de los países en los que se encuentran las diferentes compañías que conforman el conglomerado de Enersis, exige un tratamiento diferenciado para las compañías pertenecientes a cada uno de los cinco países en los que se encuentran las empresas consolidadas en Enersis así como en función de la actividad concreta a la que se dedique la misma.<sup>25</sup>

Actividad	Compañía	País	Actividad
Distribución	Eletropaulo	Brasil	Distribución
	Equatorial	Brasil	Distribución
	Coelce	Brasil	Distribución
	Light	Brasil	Integrado
	Copel	Brasil	Integrado
	EDP	Brasil	Integrado
	CPFL	Brasil	Integrado
	Eletrobras	Brasil	Integrado
<b>Media</b>			
Generación	Tractebel	Brasil	Generación
	AES Tiete	Brasil	Generación
<b>Media</b>			
Transmisión	CTEEP	Brasil	Transmisión
	Transm Alian	Brasil	Transmisión
	Isa SA	Colombia	Transmisión
<b>Media</b>			

Actividad	Compañía	País	Actividad
Distribución	Luz Sur	Peru	Distribución
	Edelnor	Peru	Distribución
<b>Media</b>			
Generación	Endesa	Chile	Generación
	AES Gener	Chile	Generación
	E. CL	Chile	Generación
	Colbun	Chile	Generación
	Isagen	Colombia	Generación
	Endegel	Peru	Generación
	Enersur	Peru	Generación
	<b>Media</b>		

**Tabla 3: Comparables**

*Fuente: elaboración propia*

El resultado de aplicar los múltiplos referenciados a sus respectivos parámetros operativos de LTM (“Last Twelve Months”), 2014 y 2015 estimados a sendos

<sup>25</sup> De esta forma, por ejemplo, para la valoración de una empresa brasileña dedicada a la distribución eléctrica (véase Coelce) se tomará la media de los múltiplos correspondientes a otras empresas brasileñas dedicadas al mismo negocio (tal y como se puede comprobar en el Anexo II).

parámetros de las compañías que confeccionan Enersis, el resultado del valor de los recursos propios es el siguiente:

Múltiplo	Equity (bnPesos)			Proporiconal (bnPesos)		
	LTM	2014E	2015E	LTM	2014E	2015E
EV/EBITDA						
Argentina	797	(93)	(248)	473	(208)	(215)
Brasil	3.859	4.853	3.645	3.255	4.048	2.960
Chile	4.898	4.144	5.181	3.559	3.162	3.730
Colombia	6.217	5.771	5.626	2.605	2.457	2.372
Peru	2.728	2.201	2.025	1.444	1.239	1.178
<b>TOTAL</b>	<b>18.499</b>	<b>16.876</b>	<b>16.229</b>	<b>11.336</b>	<b>10.698</b>	<b>10.026</b>
EV/EBIT						
Argentina	(693)	(757)	(429)	(555)	(591)	(374)
Brasil	3.217	3.837	3.393	2.764	3.201	2.732
Chile	4.744	4.497	4.875	3.385	3.443	3.564
Colombia	7.342	7.324	7.072	3.014	3.101	2.947
Peru	2.713	2.257	1.971	1.425	1.281	1.140
<b>TOTAL</b>	<b>17.324</b>	<b>17.158</b>	<b>16.882</b>	<b>10.035</b>	<b>10.434</b>	<b>10.009</b>
PER						
Argentina	(1.468)	(1.098)	(510)	(922)	(845)	(464)
Brasil	2.779	3.445	3.001	2.349	2.861	2.442
Chile	4.798	3.852	4.243	3.251	2.905	3.069
Colombia	6.870	6.736	6.800	2.788	2.800	2.799
Peru	2.374	1.967	1.757	1.220	1.078	987
<b>TOTAL</b>	<b>15.353</b>	<b>14.902</b>	<b>15.291</b>	<b>8.685</b>	<b>8.799</b>	<b>8.834</b>
P/CF						
Argentina	(371)	241	(154)	(272)	(18)	(172)
Brasil	3.489	3.586	3.089	2.818	2.885	2.458
Chile	4.873	3.822	5.684	3.390	2.769	3.883
Colombia	6.950	5.982	5.925	2.909	2.493	2.450
Peru	3.308	2.597	2.450	1.601	1.325	1.283
<b>TOTAL</b>	<b>18.250</b>	<b>16.229</b>	<b>16.995</b>	<b>10.446</b>	<b>9.454</b>	<b>9.901</b>

Tabla 4: Resultado de valoración por múltiplos de comparables *Fuente: elaboración propia*

En suma: el rango de valoración<sup>26</sup> alcanzado con los cuatro múltiplos empleados es el siguiente:

<sup>26</sup> Expresado en miles de millones de pesos en lo referente a la capitalización bursátil y en pesos para el valor de cada acción.

	Equity (bnPesos)			Proporiconal (bnPesos)		
	LTM	2014E	2015E	LTM	2014E	2015E
EV/EBITDA						
TOTAL	18.499	16.876	16.229	11.336	10.698	10.026
Pesos por acción	377	344	331	231	218	204
EV/EBIT						
TOTAL	17.324	17.158	16.882	10.035	10.434	10.009
Pesos por acción	353	350	344	204	213	204
PER						
TOTAL	15.353	14.902	15.291	8.685	8.799	8.834
Pesos por acción	313	304	311	177	179	180
P/CF						
TOTAL	18.250	16.229	16.995	10.446	9.454	9.901
Pesos por acción	372	331	346	213	193	202

Tabla 5: Resultado en pesos por acción

Fuente: elaboración propia

### 3.2.4. Múltiplos de transacciones precedentes

En el ejercicio de valoración por múltiplos de transacciones precedentes, al igual que ocurría para las cotizadas, se realiza un estudio diferenciado en atención al país de procedencia de las compañías que se buscan analizar así como al negocio al que se dedican. En esta línea, las transacciones que sirven de base son las siguientes:



Compañía	Negocio	Transacciones				
		Target	País	Comprador	Fecha	EV/EBITDA
Ampla Coelce	Distribución	Companhia Energetica do Ceara - COELCE (15.18%)	Brazil	Enersis SA	ene-14	8.8x
		Centrais Eletricas do Para SA - CELPA (61.37%)	Brazil	Equatorial	sep-12	5.1x
		Elektro Eletricidade e Servicos	Brazil	Iberdrola	ene-11	5.7x
		Rio Grande Energia	Brazil	CPFL Energia	may-06	5.1x
		Escelsa	Brazil	Energias do Brasil	abr-05	7.5x
		<b>Media</b>				
Cachoeira Fortaleza	Generación	Tupan Energia Eletrica; Hidropower Energia	Brazil	Gama Participacoes	jul-08	14.8x
		Norte Energia	Brazil	Energias do Brasil	jun-08	13.4x
		Rede Lajeado	Brazil	Energias do Brasil	jun-08	11.9x
		MAESA	Brazil	Tractebel	dic-06	9.2x
		Investimentos Energeticos	Brazil	Energias do Brasil	abr-05	7.6x
		<b>Media</b>				
Cien	Transmisión	ECTA(10%)/ERTE(13.3%); ENTE(13.3%)	Brazil	CEMIG	sep-09	6.5x
		Terna Participacoes	Brazil	Cemig	abr-09	7.9x
		TBE	Brazil	CEMIG	sep-08	8.9x
		Cia. De Transmissao de Energia	Brazil	Interconexion Electrica	ene-07	17.7x
		Cia. De Transmissao de Energia	Brazil	Interconexion Electrica	may-06	9.4x
		<b>Media</b>				

Tabla 6: Transacciones comparables para Brasil

Fuente: elaboración propia



Compañía	Negocio	Transacciones				
		Target	País	Comprador	Fecha	EV/EBITDA
Chilectra Codensa Edelnor	Distribución	Chilquinta Energia	Chile	Sempra Pipelines and Storage	ene-11	9.0x
		Chilquinta Energia	Chile	AEI	oct-07	9.0x
		Empresas Emel	Chile	CGE	sep-07	11.5x
		Luz del Sur	Peru	Sempra Pipelines and Storage	ene-11	6.6x
		Edelnor	Peru	Enersis	oct-09	6.1x
		Empresa de Distrib. Electrica Lima Norte (24%)	Peru	Generalima	sep-08	7.6x
		Luz del Sur	Peru	AEI	oct-07	6.9x
<b>Media</b>					<b>8.1x</b>	
Endesa Chile GAT Pehuenche Emgesa Edegel Piura	Generación	Gas Atacama (50%)	Chile	Endesa Chile	mar-14	5.4x
		Energia Latina SA (ENLASA) (25%)	Chile	Grupo Penta/Moneda Asset Manag.	nov-12	14.2x
		Colbun	Chile	Angelini Group	may-06	9.3x
		Aes Gener	Chile	Investor Group	abr-06	7.1x
		Empresa de Energia de Boyaca (99.4%)	Colombia	BCIF Holding Colombia	dic-11	9.9x
		Termobarranquilla (57.34%)	Colombia	Fondos chilenos y colombianos	jun-10	9.8x
		TermoEmcali Funding Corporation (92.21%)	Colombia	CG-FIC	jun-10	14.5x
		Empresa Eléctrica de Piura (36.5%)	Peru	Endesa	nov-10	4.4x
		Edegel	Peru	Inkia Energy	sep-10	5.8x
		Edegel	Peru	Endesa Chile	oct-09	7.8x
		Edegel	Peru	Generalima	sep-08	12.2x
Electroandes	Peru	Statkraft Norfund Power Invest	sep-07	10.8x		
<b>Media</b>					<b>10.1x</b>	

Tabla 7: Transacciones comparable para los países restantes

Fuente: elaboración propia

Así las cosas, el rango de valoración final del precio de la acción es el que sigue:

Nombre	Actividad	%	EBITDA (BnPesos)			EV/EBITDA	Enterprise Value (BnPesos)			Equity Value (BnPesos)			Proporcional (BnPesos)		
			LTM	2014E	2015E		LTM	2014E	2015E	LTM	2014E	2015E	LTM	2014E	2015E
Cachoeira	Generación	83.33%	111	117	110	11.4x	1.261	1.334	1.255	1.315	1.387	1.309	1.096	1.156	1.090
Fortaleza	Generación	83.54%	42	44	42	11.4x	475	503	473	495	523	493	414	437	412
Cien	Transmisión	83.54%	48	51	48	10.1x	485	513	482	508	536	506	424	448	422
Ampla	Distribución	91.63%	223	236	222	6.4x	1.437	1.519	1.430	886	968	879	812	887	805
Coelce	Distribución	64.36%	89	114	179	6.4x	571	734	1.149	239	402	817	154	258	526
Intragrupo		84.23%	(9)	(9)	(9)	8.2x	(71)	(75)	(71)	108	104	108	91	87	91
<b>Total Brazil</b>			<b>504</b>	<b>553</b>	<b>592</b>		<b>4.158</b>	<b>4.528</b>	<b>4.718</b>	<b>3.551</b>	<b>3.920</b>	<b>4.112</b>	<b>2.991</b>	<b>3.273</b>	<b>3.346</b>
Endesa Chile	Generación	59.98%	161	126	271	9.3x	1.493	1.171	2.511	1.068	746	2.085	641	447	1.251
Pehuenche	Generación	55.57%	166	130	146	9.3x	1.533	1.203	1.352	1.097	766	915	609	426	509
Gas Atacama	Generación	60.74%	56	56	56	9.3x	523	523	523	648	648	648	394	394	394
Chilectra	Distribución	99.09%	178	188	177	8.1x	1.443	1.525	1.435	1.424	1.507	1.417	1.411	1.493	1.404
Enersis	Holding	100.00%	(16)	(17)	(16)	8.9x	(140)	(148)	(139)	351	342	351	351	342	351
Intragrupo		71.84%	1	1	1	8.9x	6	7	6	6	7	6	4	5	4
<b>Total Chile</b>			<b>546</b>	<b>484</b>	<b>635</b>		<b>4.858</b>	<b>4.281</b>	<b>5.688</b>	<b>4.594</b>	<b>4.016</b>	<b>5.422</b>	<b>3.410</b>	<b>3.107</b>	<b>3.913</b>
Emgesa	Generación	37.72%	442	409	466	9.3x	4.094	4	4.317	3.191	2.881	3.414	1.204	1.087	1.288
Codensa	Distribución	48.39%	316	334	314	8.1x	2.557	3	2.544	2.251	2.398	2.238	1.089	1.160	1.083
Intragrupo		41.64%	0	0	0	8.8x	1	1	1	1	1	1	0	0	0
<b>Total Colombia</b>			<b>758</b>	<b>743</b>	<b>780</b>		<b>6.652</b>	<b>7</b>	<b>6.862</b>	<b>5.443</b>	<b>5.280</b>	<b>5.653</b>	<b>2.293</b>	<b>2.247</b>	<b>2.371</b>
Edegel	Generación	37.46%	173	134	125	9.3x	1.599	1.246	1.157	1.473	1.119	1.031	552	419	386
Piura	Generación	96.50%	21	22	21	9.3x	197	208	196	150	161	149	145	156	144
Edelnor	Distribución	75.54%	121	118	130	8.1x	981	953	1.049	763	735	830	576	555	627
Intragrupo		56.48%	(1)	(1)	(1)	8.8x	(5)	(5)	(5)	(3)	(4)	(3)	(2)	(2)	(2)
<b>Total Peru</b>			<b>314</b>	<b>273</b>	<b>275</b>		<b>2.772</b>	<b>2.402</b>	<b>2.397</b>	<b>2.383</b>	<b>2.011</b>	<b>2.007</b>	<b>1.271</b>	<b>1.128</b>	<b>1.155</b>
Ajustes de consolidación		100.00%	(9)	(9)	(9)	8.9x	(79)	(83)	(78)	(79)	(83)	(78)	(79)	(83)	(78)
<b>Total</b>										<b>15.971</b>	<b>15.227</b>	<b>17.194</b>	<b>9.965</b>	<b>9.755</b>	<b>10.785</b>
<b>Pesos por acción</b>													<b>203,0</b>	<b>198,7</b>	<b>219,7</b>

Tabla 8: Resultado de valoración por múltiplos de transacciones

Fuente: elaboración propia

### 3.2.5. Consenso analistas

Para el consenso de analistas se ha realizado un doble ejercicio de valoración. Primero, se busca la media del precio objetivo de los distintos brokers que han seguido a Enersis en el último año<sup>27</sup>. Segundo, se ha realizado un análisis de varios SOTP (“Sum of the Parts”) de los distintos activos que componen la empresa.

Broker	Fecha	Target Price	Trading price	Premium/ (Discount)	Recomendación
Credicorp Capital	08-ago-14	206	194,8	5,7%	Comprar
Banco Penta	05-ago-14	199	194	2,6%	Mantener
Scotia Capital	31-jul-14	185	193,7	(4,5%)	Mantener
Grupo Santander	28-jul-14	208,3	191,6	8,7%	Comprar
Larrain Vial Corredores de Bo	25-jul-14	202	192,5	4,9%	Comprar
Itau BBA Securities	25-jul-14	195	192,5	1,3%	Comprar
Corp Research SA	27-jun-14	215	186,8	15,1%	Comprar
Goldman Sachs	06-jun-14	204,1	181,2	12,6%	Mantener
Banco BTG Pactual SA	02-jun-14	204	178,4	14,3%	Comprar
BoAML	01-may-14	215	182,7	17,7%	Comprar
Renta 4 SA SVB	15-feb-14	185	162,1	14,1%	Comprar
BICE Corredores de Bolsa	12-feb-14	187	156	19,9%	Mantener
BCI Corredora de Bolsa	06-ene-14	180	158,7	13,4%	Comprar
Banchile Inversiones	10-sep-13	186	165,2	12,6%	Comprar
Media LTM		198	180,7	9,6%	
Precio	27-ago-14	199,4			
Premium/ (Discount)		(0,7%)			
Media 3M		202,1	189,5		
Precio	27-ago-14	199,4			
Premium/ (Discount)		1,4%			

Tabla 9: Media de target price

Fuente: elaboración propia

Compañía	Actividad	Bice Inversiones	ITAU	Citi-Banchile	Banco Penta	IM TRUST	CORPBANCA	Media
Chocon/Costanera/Docksud	Generación			58	-	(14)	(5)	13
Edesur	Distribución			(213)	(56)	(505)	(421)	(299)
<b>Total Argentina</b>				<b>(155)</b>	<b>(56)</b>	<b>(519)</b>	<b>(426)</b>	<b>(286)</b>
Fortaleza/Cachoeira/Cien	Generación	1.375	775	980	953	2.158	1.292	1.256
Ampla/Coelce	Distribución	1.646	1.249	1.232	1.609	653	2.215	1.434
<b>Total Brazil</b>		<b>3.021</b>	<b>2.024</b>	<b>2.212</b>	<b>2.562</b>	<b>2.811</b>	<b>3.507</b>	<b>2.690</b>
Endesa Chile and others	Generación	1.910	3.288	3.365	2.684	3.164	3.160	2.929
Chilectra	Distribución	1.864	1.246	1.289	1.192	1.767	910	1.378
Enersis holding		176	n.a.	41	445	(39)	543	233
<b>Total Chile</b>		<b>3.950</b>	<b>4.534</b>	<b>4.695</b>	<b>4.321</b>	<b>4.892</b>	<b>4.613</b>	<b>4.540</b>
Emgesa	Generación	1.285	1.059	1.772	1.262	1.334	999	1.285
Codensa	Distribución	851	1.209	923	1.152	1.092	760	998
<b>Total Colombia</b>		<b>2.136</b>	<b>2.268</b>	<b>2.695</b>	<b>2.414</b>	<b>2.426</b>	<b>1.759</b>	<b>2.283</b>
Edegel	Generación	498	526	524	584	493	554	530
Edelnor	Distribución	503	560	603	568	433	549	536
<b>Total Peru</b>		<b>1.001</b>	<b>1.086</b>	<b>1.127</b>	<b>1.152</b>	<b>926</b>	<b>1.103</b>	<b>1.066</b>
Otros		90	716	191	429	109	-	307
<b>Total</b>		<b>10.198</b>	<b>10.628</b>	<b>10.765</b>	<b>10.822</b>	<b>10.645</b>	<b>10.556</b>	<b>10.292</b>
Holding discount		10%	10%	5%	10%	5%	0%	0
<b>Total</b>		<b>9.178</b>	<b>9.565</b>	<b>10.227</b>	<b>9.740</b>	<b>10.113</b>	<b>10.556</b>	<b>9.572</b>
Pesos por acción		187	195	208	198	206	215	195

Tabla 10: Sum of the Parts

Fuente: elaboración propia

<sup>27</sup> Para posteriormente subcategorizarlo para los últimos 3 meses en aras a evitar ciertas desviaciones que hubiera podido experimentar a lo largo del último año y principalmente para recoger el sentir del mercado ante la operación en cuestión.

## 4. Racionalidad de la operación: cambio de estrategia

Para llegar a comprender la racionalidad de la operación a efectos de la compañía española es esencial remitirse al ámbito estratégico de la misma. Resulta bastante evidente el profundo proceso de desinversión en el que se encuentra inmersa Endesa en contraste con la estrategia seguida a principios de la década de los noventa. Por ello, consideramos muy importante remitirnos a ambos planes estratégicos para llegar a comprender la conveniencia de la venta de sus inversiones latinoamericanas.<sup>28</sup>

### 4.1. Estrategia de diversificación

#### 4.1.1. Introducción a la expansión latinoamericana

En palabras del propio Consejero Director General de Endesa Internacional, Luis M. Rivera Novo<sup>29</sup>, “desde hace bastantes años, Sudamérica ha sido el eje fundamental de la expansión geográfica de Endesa. Nuestra inversión acumulada en la región ronda los 6.500 millones de euros, y se ha desarrollado en torno a dos grandes ejes: la participación directa en procesos de privatización y la adquisición, mediante ofertas públicas, del control de las compañías Enersis y Endesa Chile, cuyo atractivo se desprendía no sólo de sus activos chilenos, sino también de su presencia en Argentina, Brasil, Colombia y Perú”.

El inicio de esta estrategia de diversificación latinoamericana, como afirmaba por aquel entonces el vigente Consejero Delegado Rafael Miranda Robredo<sup>30</sup>, tiene lugar en “1992 por razones tanto internas – la necesidad de superar el mercado doméstico, un importante flujo de caja y una dimensión económica que facilitaba la disponibilidad de recursos- como externas, entre las que hay que incluir la necesidad de buscar mercados en países no desarrollados, la proliferación de iniciativas de desregulación y liberalización y, en general, el fenómeno de globalización a escala internacional”. En definitiva, dentro de los fundamentos de esta diversificación cobran enorme importancia “la necesidad de buscar nuevas vías de crecimiento empresarial y el ejemplo de otras grandes compañías eléctricas europeas, que también iniciaban entonces, de manera

---

<sup>28</sup> Debido a la trascendental importancia de las estrategias en la racionalidad de la operación nos remitimos a las opiniones directamente realizadas por diversos componentes del Consejo de Administración de Endesa.

<sup>29</sup> En su escrito “*Presente y futuro de Endesa en Brasil*” (2003)

<sup>30</sup> En su obra “*Estrategias de internacionalización: La experiencia de Endesa*” (2002). Ocupó el puesto de Consejero Delegado de Endesa hasta el año 2009.

decidida, su expansión a otros mercados”. Como vemos, por tanto, la estrategia seguida por Endesa en los primeros compases de la década de los noventa no es más que una más de las tantas que venían instalándose en las compañías eléctricas europeas ante un mercado en cierta medida maduro. No obstante, opina el Sr. Miranda Robredo, “las primeras iniciativas que Endesa puso entonces en marcha en el terreno internacional deben ser valoradas (...) pues se entendía que su entorno <<natural>> de actuación era el mercado doméstico y que los proyectos internacionales debían quedar circunscrito a actividades de cooperación o desarrollo tecnológico”.

Precisamente por su posición de liderazgo en un mercado eléctrico maduro como era el sector eléctrico español, Endesa había alcanzado por aquel entonces una dimensión tal que le era más que factible emprender en tales estrategias de internacionalización. “Desde 1983 era la cabecera del Grupo Endesa, que agrupaba todas las participaciones que el sector público tenía en compañías eléctricas”. De esta forma, “ante la imposibilidad de seguir creciendo en el mercado eléctrico doméstico y la necesidad de dar uso eficiente a los recursos propios que generaba, Endesa decidió aprovechar las oportunidades que presentaban otros mercados que registraban mayores tasas de crecimiento que el español y que se abrían a la entrada de capital extranjero a través de procesos de privatización”.

En definitiva hablamos,<sup>31</sup> en términos de capacidad instalada, de 13,538 MW que representa el 64 por ciento del total de la capacidad instalada en España y, en términos de cash flow, de un porcentaje ligeramente superior al 50% del cash flow operativo. Como consecuencia de todo esto, afirma el Sr. Rivera Novo que “Endesa es hoy el primer grupo eléctrico privado de Argentina, Chile, Colombia y Perú y uno de los más importantes en Brasil”.

Pues bien, con toda seguridad se puede concluir, tal y como ya hizo el Sr. Miranda Robredo, que “la internacionalización de Endesa ha sido uno de los principales ejes estratégicos puestos en marcha por la compañía para convertirse en un referente empresarial en el marco de los fenómenos de globalización y consolidación corporativa”.

---

<sup>31</sup> Datos actualizados a 2012.

#### **4.1.2. Factores que contribuyeron a la internacionalización**

La estrategia de internacionalización de Endesa fue resultado de un cúmulo de factores que indicaban al país latinoamericano como solución y oportunidad de crecimiento. Como ya se ha indicado anteriormente, la naturaleza de los factores concluyentes eran tanto internos a la propia Endesa como externos.

Así las cosas, entre los factores de índole interno destacamos: (1) Dimensión suficiente como para abordar tales oportunidades de crecimiento gracias a la elevada capacidad de generación de flujos de caja; (2) la naturaleza del mercado eléctrico doméstico que dificultaba una trayectoria futura de crecimiento; y (3) la ventajosa posición en cuanto a lo que respecta a la financiación de la expansión.

Por otro lado, existen un número igualmente apreciable de factores de naturaleza externa que posibilitaron la internacionalización de los negocios eléctricos de Endesa. Entre estos, destacamos: (1) “el elevado grado de maduración que presentan los mercados de servicios energéticos de los países más desarrollados, que mueve a las empresas operadoras a buscar nuevos mercados con mayores posibilidades de crecimiento y rentabilidad a largo plazo”; (2) como hemos introducido anteriormente, las políticas tendentes a la liberalización y desregulación tienen gran parte de culpa en estas estrategias de diversificación en tanto que: (a) “abren posibilidades de inversión en otros países, sobre todo cuando han estado vinculados a la privatización de empresas de propiedad pública” y (b) “han dado lugar a presiones sobre los precios de los servicios (...) que se han traducido en disminuciones de los márgenes de las empresas suministradoras, las cuales han encontrado en la entrada a otros mercados la manera de equilibrar las consecuencias de la incertidumbre y el riesgo regulatorio”; y (3) finalmente resaltar la figura de la globalización internacional como consecuencia principal de la eliminación de ciertas restricciones tales como las fronteras económicas nacionales u otras más relacionadas concretamente con el sector energético que obligan a las empresas a gozar de una dimensión tal que les permita caracterizarse y diferenciarse de sus competidores en algún aspecto característico del negocio. Así lo explican en la mencionada obra del Sr. Miranda Robredo al establecer que “para que una empresa pueda operar de manera independiente en el nuevo panorama abierto por la globalización, debe disponer de una adecuada dimensión, una amplia base de clientes y

de una presencia diversificada en los sectores en los que posee, o puede adquirir, ventajas comparativas”.

En efecto, tales factores no solo impulsaron a Endesa a realizar las pertinentes fusiones empresariales y adquisiciones de empresas, sino que durante los últimos años de la década de los noventa, se registraron ni más ni menos que 100.000 millones de dólares en concepto de fusiones y adquisiciones corporativas en el sector eléctrico europeo. En palabras de Blanco-Callejo, Guerras-Martín y Forcadell-Martínez (2011) “la incertidumbre del entorno sectorial a partir de la segunda mitad de la década de los noventa se disparó a cauda de los cambios en el ámbito competitivo (intensificación de la competencia, competencia global) regulatorios (liberalizaciones sectoriales, privatizaciones) y tecnológicos (desarrollo del negocio de telecomunicaciones) lo que dificultó la dirección y gestión de las empresas eléctricas. Endesa, Iberdrola y Unión Fenosa respondieron a esta situación realizando inversiones directas en el exterior”.

#### **4.1.3. La implementación de la internacionalización de Endesa**

La internacionalización de Endesa, al hilo de lo comentado en líneas inmediatamente anteriores, se inició entre los primeros años de la década de los noventa a través de la toma de control de puntuales empresas en Perú, Argentina, Brasil y República Dominicana. A ojos del Consejero Delegado por aquel entonces, “la focalización en esta región se debía, por un lado, a las obvias afinidades culturales y a la mayor estabilidad macroeconómica y política, basada en regímenes democráticos, de los principales países de la misma en comparación con el pasado; y por otro, a diversos factores, directamente relacionados con el negocio eléctrico, que hacen y siguen haciendo (a 2002) de Iberoamérica un mercado muy atractivo: (1) la existencia de procesos de liberalización y privatización en los países más desarrollados de la misma; (2) las tasas de crecimiento de la demanda que registran casi todos ellos, comparativamente más elevadas que las de mercados eléctricos más maduros; y (3) la posibilidad de alcanzar sinergias y mejoras de gestión en las empresas eléctricas participadas”.

El inicio de la internacionalización a Iberoamérica tuvo lugar en 1997 cuando tomó control del 31,9 por ciento del capital de Enersis y se materializó dos años después, en 1999, cuando Endesa volvió a comprar un 32 por ciento adicional de la compañía

chilena. Como consecuencia de sendas adquisiciones, Endesa se postuló como “la primera multinacional eléctrica privada de Iberoamérica, con presencia en seis países y una cuota de mercado de alrededor del 10 por ciento en el conjunto de la región”.

En definitiva, y a modo de resumen, exponemos las siguientes metas que Endesa consiguió alcanzar como resultado de la toma de control del capital del grupo iberoamericano: (1) Alcanzó esa dimensión corporativa exigida por el fenómeno de la globalización para operar eficientemente en el mercado a escala internacional; (2) consiguió alcanzar igualmente un equilibrio en lo que se refiere al riesgo regulatorio; (3) fue capaz de llevar a cabo un proceso de tal envergadura como fue su diversificación latinoamericana evitando hacer uso de sus recursos propios lo cual le permitió la reinversión de los mismos en el sector eléctrico español.

## **4.2. Estrategia de reestructuración: nueva estrategia**

Pese a las grandes contribuciones que la internacionalización a Iberoamérica supusieron para la compañía española, resulta bastante evidente a la vez que empírico el cambio estratégico llevado a cabo por la eléctrica española en los últimos años y que finalmente se materializa con su desinversión de las participaciones sostenidas en el capital del grupo iberoamericano. Desde la propia empresa afirmaban años atrás que “la internacionalización de Endesa ha entrado en una nueva fase tras adquirir una posición significativa en los sectores eléctricos de Italia y Francia”.

### **4.2.1. Introducción a la reestructuración**

La reestructuración corporativa comúnmente se refiere a la venta de determinados activos como puede ser la desinversión. En palabras de Bowman (1999) el *corporate restructuring* “comprende una gran cantidad y variedad de acciones corporativas que tienen como consecuencia común la generación de múltiples cambios en la empresa orientados a la mejora de su rendimiento económico y a la creación de valor”. En definitiva, compañías que han adquirido otras empresas o han desarrollado nuevas divisiones a través de operaciones tales como la diversificación de servicios, llegado un momento, pueden decidir que tales divisiones ya no son adecuadas o acordes al plan estratégico de la compañía.

A modo introductorio, pues en apartados posteriores se desarrollará con mayor profundidad, nos gustaría resaltar que el deseo de vender una parte de la empresa puede venir fundamentado por diversos factores conjuntamente valorados, de entre los que se destacan<sup>32</sup> evidentemente la explotación ineficiente de tal división, la posible necesidad financiera así como el cambio de plan estratégico.<sup>33</sup>

#### 4.2.2. Fases y causas de la reestructuración

Como ya se ha indicado en líneas inmediatamente anteriores, la reestructuración corporativa responde a un conjunto de modificaciones en la composición de la cartera de negocios de una determinada corporación. Esta decisión viene precedida de una serie de factores que generalmente confluyen en la destrucción de valor y que se analiza desde el punto de vista de dos fases diferenciadas: la pre-reestructuración y la post-reestructuración.

En lo que respecta a la primera de las fases indicadas, indican Blanco-Callejo, Guerras-Martín y Forcadell-Martínez (2011)<sup>34</sup>, se puede hablar mayoritariamente de tres causas o factores que incitan a la sobrediversificación de la cartera de negocios tanto de naturaleza externa como interna:

- (a) Como factor externo destacan los posibles cambios en el entorno. Cambios en el entorno se refieren a “el impacto que sobre el nivel de diversificación tienen factores como el incremento o intensificación de la competencia, el aumento de la incertidumbre o los cambios importantes en la industria del negocio de la empresa”.
- (b) Parte de la culpa de incurrir en una situación de sobrediversificación la tienen los conflictos de agencia que surgen de mecanismos de gobierno débiles que imposibilitan la vigilancia y control que precisan los directivos.
- (c) Por último, la estrategia de diversificación no relacionada resulta ineficiente en la gestión de los negocios provocando la aparición de niveles excesivos de diversificación.

---

<sup>32</sup> Como explica Gaughan (2007) en su libro “*Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*”

<sup>33</sup> Como ocurre en el plan estratégico de Endesa por el cual pasa a centrar su explotación en el *core business* que es el sector eléctrico español vendiendo las filiales que no se consideran negocio básico.

<sup>34</sup> En su obra “*Evidencias sobre reestructuración de la cartera de negocios en el ámbito corporativo español: El caso del sector eléctrico*”.

Estos factores contribuyen a la sobrediversificación lo cual acaba por derivar en la destrucción de valor por el uso ineficiente de los recursos que dispone la empresa. Este uso ineficiente se debe principalmente, de acuerdo con la opinión de Blanco-Callejo, Guerras-Martín y Forcadell-Martínez (2011), “(1) a las pérdidas de control en la empresa; (2) al uso excesivo e inadecuado de recursos; y (3) sinergias negativas entre negocios”.

Ante tal situación de ineficiencia, como ya decía hace un par de décadas Bowman (1996), la reestructuración corporativa se postula como única alternativa para recuperar los niveles de eficiencia y rentabilidad mediante la vuelta a la especialización corporativa y “el mantenimiento de negocios donde la empresa tiene ventajas competitivas”<sup>35</sup>. Pese a que posteriormente se analizaran con más detalle los factores que inducen a la eléctrica española a tomar tal decisión de desinversión, nos adelantamos en afirmar la existencia de tal situación de ineficiencia y, por tanto, consideramos y somos de la opinión del mencionado autor sobre que la reestructuración implementada es la solución adecuada.

Por último, la fase post-reestructuración se centra<sup>36</sup> en el estudio y análisis de los resultados cosechados como consecuencia de la implantación de la estrategia de reestructuración en términos de rentabilidad de los resultados económico-financieros y su valor en el mercado.

#### **4.2.3. Reestructuración del sector eléctrico español**

En línea con la afirmación realizada en el apartado de la estrategia de internacionalización a países iberoamericanos sobre la resaltada tendencia a la diversificación de empresas eléctricas europeas a tales regiones, Blanco-Callejo, Guerras-Martín y Forcadell-Martínez (2011) comentan que “durante la segunda mitad de la década de los noventa, las tres empresas (refiriéndose a Endesa, Iberdrola y Unión Fenosa, por aquel entonces) aumentaron notablemente su cartera de negocios y se

---

<sup>35</sup> Endesa cuenta con auténticas ventajas competitivas en el mercado eléctrico español en tanto en cuanto se postula como una de las compañías líderes en términos de cuota de mercado en cada una de las líneas de negocio en dónde se encuentra inmersa. Como dice Campos y Vega (2003) “la industria eléctrica a partir de 1991 pasó a estar dominada por tres grupos de empresas: Endesa e Iberdrola, que se repartían el 80% (...)”

<sup>36</sup> De nuevo a ojos del mencionado autor Bowman (1999)

expandieron a otros países fundamentalmente del área latinoamericana<sup>37</sup>, sin embargo los resultados de tal internacionalización no fueron los esperados lo que les obligó a sus directivos a replantearse la estrategia. Así, las tres empresas iniciaron un proceso de reestructuración que implicó, entre otras cosas, una importante actividad desinversora”.

A continuación desarrollamos una serie de factores que incitaron a las tres grandes compañías eléctricas españolas a decantarse por estrategias de sobrediversificación<sup>38</sup>. De acuerdo con la opinión de Blanco-Callejo, Guerras-Martín y Forcadell-Martínez (2011) enunciada en el apartado de internacionalización:

- (a) La liberalización eléctrica trajo como consecuencia principal la modificación del entorno competitivo hacia una situación notablemente más competitiva con amplias necesidades de adaptación. Todo ello obligó a las mencionadas empresas eléctricas a decantarse por la estrategia de internacionalización.
- (b) Si la liberalización fuera insuficiente, “la legislación y la orientación ante las concentraciones empresariales se tornaron restrictivas a partir de 1999, lo que frustró varias operaciones horizontales, como la fusión entre Endesa e Iberdrola fomentando que las estrategias de crecimiento de las empresas se desarrollasen a través de adquisiciones no relacionadas.
- (c) A más a más, tradicionalmente el capital de las empresas eléctricas ha estado altamente participado por entidades financieras españolas de forma tal que “las estrategias de crecimiento de las eléctricas se vieron condicionadas por las estrategias de crecimiento de la cartera industrial de sus accionistas bancarios” que, en ningún caso, favorecieron a imposibilitar tal sobrediversificación.
- (d) Adicionalmente, el Consejo de Administración de las compañías españolas igualmente ha venido caracterizándose por su falta de efectividad<sup>39</sup> en tanto que el carácter independiente de los accionistas de referencia que debiera ser predicable de los consejeros independientes era más que cuestionable. En suma, lo que finalmente ocurre es que los grandes accionistas de referencia

---

<sup>37</sup> Según datos de la Comisión Nacional de Energía (CNE, 1995-2000)

<sup>38</sup> Blanco-Callejo, Guerras-Martín y Forcadell-Martínez (2011) afirma que “Endesa fue la empresa que más se diversificó probablemente como consecuencia de la falta de accionistas de referencia y de la importancia que tuvo para la compañía la alianza estratégica con el Banco Central Hispano” llegando incluso a realizar “una especial introducción en el negocio de las telecomunicaciones que poco o nada tenía que ver con el eléctrico”.

cuentan con un poder de decisión casi ilimitable frente a los demás accionistas realizándose básicamente los deseos de estos.

- (e) Por último, no debemos olvidar la importancia de mantener comprometidos a los consejeros externos con la evolución del negocio de la empresa a la que representan. Pues bien, resulta que “en ninguna de las empresas existían planes de opciones sobre acciones de consejeros de carácter externo, lo que suscita la duda sobre la independencia de los consejeros externos”.

Todos estos factores contribuyeron a la internacionalización de las eléctricas españolas que derivó en moderadas ineficiencias operativas que provocaron una delicada marca negativa sobre los resultados operativos y económicos de las mismas.<sup>40</sup> En otro orden de cosas, “las tres empresas acusaron las crisis financieras que se desataron en Latinoamérica que tuvo un impacto negativo en los resultados de Endesa e Iberdrola con notables inversiones en países de la zona”.

Por último, y centrándonos concretamente en el caso de Endesa, en lo relativo al proceso de la reestructuración de su cartera de negocios, la compañía eléctrica española ha optado por modificar su perfil estratégico implantando un nuevo plan que gira en torno a la idea de volver a la especialización corporativa acabando con todos aquellos negocios no estratégicos mediante desinversiones como la realizada con Enersis.

A ojos de los tres autores, Endesa consigue justificar esta nueva estrategia “basándose en la necesidad de enfocarse en aquellos negocios en los que posee mejores competencias para su explotación”. En línea con esto, merece la pena remitirnos a las conclusiones realizadas tras su estudio sobre la reestructuración en el sector eléctrico que básicamente vienen a decir que “las compañías re-enfocadas en su negocio esencial eléctrico generaron<sup>41</sup> sinergias con los negocios relacionas que permanecieron en sus carteras, mejoraron sus mecanismos de control y permitieron una mejor explotación de sus recursos y capacidades esenciales en su negocio central. Esto justifica que tras la

---

<sup>40</sup> Blanco-Callejo, Guerras-Martín y Forcadell-Martínez (2011) destacan “notablemente el efecto negativo de los resultados en los negocios no relacionados de telecomunicaciones y nuevas tecnologías, a los que Endesa tenía una elevada exposición”.

<sup>41</sup> Refiriéndose al plan de desinversiones ya realizado en los primeros años del 2000 por las eléctricas españolas.

reestructuración mejoraran notablemente los resultados financieros, operativos y económicos”.

## 5. Venta de Enersis

A efectos de analizar los detalles de la nueva estrategia derivada de la operación de venta de la empresa chilena Enersis, es conveniente remitirnos a los Hechos Relevantes que Endesa se ha visto obligada a comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La propia empresa publicaba el 21 de octubre de 2014 como Hechos Relevantes<sup>42</sup> la obtención en Junta Extraordinaria de una serie de acuerdos entre los que destacamos los que se detallan a continuación:

PRIMERO. *“Examen y aprobación, en su caso, de la venta a Enel Energy Europe, Sociedad Limitada Unipersonal de (i) el 20,3% de las acciones de Enersis, S.A. que son titularidad directa de Endesa y (ii) el 100% de las acciones de Endesa Latinoamérica, S.A. (sociedad que es, a su vez, propietaria de un 40,32% del capital social de Enersis, S.A.) y que son, en la actualidad, titularidad de Endesa por un importe global de 8.252,9 millones de euros”. “El precio de la oferta de compra asciende a un importe global de 8.252,9 millones de euros (basado en un precio implícito por acción de Enersis de 215 pesos chilenos”.*

SEGUNDO. *“Examen y aprobación, en su caso, del reparto de un dividendo extraordinario por un importe bruto por acción de 7,795 euros (esto es, un total de 8.252.972.752,02 euros) con cargo a reservas de libre disposición”.*

Asimismo, y en relación con su nuevo plan estratégico comentado en líneas anteriores, Endesa publicaba igualmente como Hecho Relevante el día 8 de octubre de 2014 bajo el título “Endesa Nuevo Dividendo Extraordinario y política de dividendos a futuro” el siguiente compromiso:

PRIMERO. *“Abonar un nuevo dividendo extraordinario a cuenta de los resultados del ejercicio 2014, por importe de seis (6) euros brutos por acción, lo que supone la distribución como dividendos de un importe total de 6.352.512.702,00 euros. El reparto de este dividendo tiene por objeto el re-apalancamiento de la Sociedad para optimizar*

---

<sup>42</sup> En tanto que obviamente se trataba de un hito cuyo conocimiento por los inversores podía afectar en sus decisiones de inversión.

*su estructura financiera y se financiará en parte mediante un préstamo de 4.500 millones de euros a 10 años a un tipo de interés fijo del 3% y una línea de crédito de 1.000 millones de euros a un año a Euribor más 0,6%”.*

SEGUNDO. *“A la luz de la elevada generación de caja prevista por parte de Endesa, aprobar una nueva política de dividendos para el periodo 2014-2016 (...) conforme al siguiente esquema:*

*(a) Se propondrá la distribución de un dividendo ordinario con cargo a los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2014 por un importe bruto por acción de 0,76 euros (adicional al dividendo extraordinario que se ha propuesto a la próxima Junta General extraordinaria de accionistas de Endesa y al dividendo a cuenta extraordinario que se ha aprobado y que se recoge en el punto anterior)*

*(b) Se ha fijado como objetivo que el dividendo por acción ordinario que se acuerde repartir con cargo al ejercicio 2015 sea, al menos, un 5% superior al dividendo por acción ordinario con cargo al ejercicio 2014 y, a su vez, que el dividendo por acción que se acuerde repartir con cargo al ejercicio 2016 sea, al menos, un 5% superior al dividendo por acción ordinario con cargo al ejercicio 2015”.*

Por último, merece la pena remitirnos al Hecho Relevante del 21 de noviembre de 2014 en relación con la Oferta Pública de Venta realizada por Enel el cual dice lo siguiente:

*“Asimismo, una vez analizadas las condiciones de mercado y la demanda registrada en el período de prospección de la demanda con respecto al Tramo para Inversores Cualificados y atendiendo a los precios de la Oferta establecidos, el Oferente acordó fijar el importe definitivo de la Oferta en 2.724.300.000 euros, lo que se corresponde con el importe de la Oferta Máxima, prevista y definida en el apartado 5.1.2 de la Nota sobre las Acciones. En consecuencia, el número de acciones ofertadas asciende a 201.800.000 acciones de 1,20 euros de valor nominal, que representan el 19,06% del capital social de Endesa (sin considerar la opción de sobre-adjudicación o green shoe) y a 232.070.000 acciones, que representan el 21,92% del capital social de*

*Endesa (asumiendo el íntegro ejercicio de la opción de sobre- adjudicación o green shoe) y un importe de 3.132.945.000 euros.”*

## **5.1. Objetivos en la desinversión**

La consecución de la venta de Enersis así como el acuerdo sobre el reparto de dividendos extraordinarios y ordinarios y la Oferta Pública de Venta del 22% del capital de Endesa anteriormente mantenido por la compañía eléctrica italiana responde a una suerte de objetivos corporativos alineados con el nuevo plan estratégico comentado. A saber, las metas con estos tres movimientos son:

### **5.1.1. Desapalancar Enel**

Desde el punto de vista de la compradora, la operación responde a una clara necesidad de aliviar la preocupante situación financiera por la que atraviesa la accionista mayoritaria de Endesa, Enel. Debido a sus problemas para hacer frente a los compromisos de pago con las fuentes de financiación ajenas, esto es, entidades financieras, y tras un profundo estudio acerca de las alternativas disponibles, Enel lleva a cabo dos movimientos que provocan la entrada de una gran cantidad de dinero: (1) la compra de Enersis; y (2) la Oferta Pública de Venta de alrededor del 20 por ciento del capital de Endesa anteriormente mantenido en su portfolio. Efectivamente, y pese a que a priori la adquisición de una participación mayoritaria de la empresa chilena pudiera entenderse como salida de caja, a raíz de esta, Endesa ha adoptado esta nueva política de dividendos (tanto ordinarios como extraordinarios, llegando a un montante jamás distribuido en España) de la que es beneficiada, hasta la OPV, en un 92 por ciento. En definitiva, Enel ve saneada su difícil situación financiera a través de la recepción del 92 por ciento de los dos dividendos extraordinarios (derivado de la venta de Enersis y del re-apalancamiento de Endesa) y el ordinario con cargo a resultados y de la venta del 22% del capital de Endesa.

### **5.1.2. Endesa enfocada en su *core business* convirtiéndose en una compañía “yield”**

Como se ha introducido en el apartado referente al cambio de estrategia desarrollado por la eléctrica española, con la reestructuración de la cartera de negocios que ha ejecutado a través de la venta del total de su participación en el vehículo a través

del cual se posicionaba en el sector eléctrico iberoamericano, Endesa se postula como una compañía que desarrolla sus servicios exclusivamente en el mercado ibérico renunciando, por tanto, a la única pata en la que había cabida para el crecimiento.

Como considera Luis Armada<sup>43</sup>, debido a la madurez y la regulación del sector eléctrico español hablamos de un negocio verdaderamente estable en el que el margen de crecimiento a largo plazo está notablemente limitado. La ausencia de crecimiento a corto plazo del sector eléctrico se explica por el modelo de negocio de los tres principales servicios en los que no existe intervención exclusivamente pública como ocurre con la transmisión. (1) Efectivamente, la generación de electricidad se encuentra completamente liberalizada en tanto que dicha energía se negocia directamente en el *pool*<sup>44</sup> que, en tiempo de crisis como la que atravesamos actualmente, se caracteriza por la existencia de sobrecapacidad. En tal situación, como indica la propia empresa<sup>45</sup>, se trata del mayor generador de electricidad de Iberia. (2) Al contrario que la generación, la distribución eléctrica es un negocio completamente regulado en el que no existe competencia alguna ya que en cada área opera un distribuidor<sup>46</sup>. Por lo tanto, el negocio es esencialmente estable con márgenes operativos conocidos de antemano sin que quepa gran riesgo en lo que respecta a la rentabilidad. A más a más, Endesa se define como la mayor distribuidora y operadora de red en Iberia. (3) Por último, pese a que el negocio de comercialización no sea regulado, y por tanto, su rentabilidad no quede ni ligeramente garantizada, Endesa es la compañía ibérica líder en comercialización gozando de la mayor base de clientes entre España y Portugal.

En tanto que a raíz de su política de reestructuración y desinversiones Endesa limita su negocio a la zona ibérica, desde el punto de vista del inversor nos preguntamos: ¿qué atractivo presenta Endesa? en épocas en las que la renta fija presenta rentabilidades excesivamente bajas o incluso nulas se producen grandes movimientos de capitales hacia la renta variable en aras a buscar tasas de rentabilidades adicionales a las fijas. Es por esto, y debido a la estabilidad propia del sector eléctrico en España en general y a la

---

<sup>43</sup> *Vicepresidente* del departamento de *utilities* de la rama de *corporate finance* de Deutsche Banks que nos concedió una entrevista en exclusiva acerca de la operación en cuestión.

<sup>44</sup> El *pool* es la denominación que los actores del sector energético dan al mercado mayorista de la electricidad. En este mercado la electricidad se compra y se vende diariamente.

<sup>45</sup> En la presentación al inversor con motivo de la venta de Enersis.

<sup>46</sup> Por ejemplo, en Cataluña opera exclusivamente Endesa distribuyendo energía a través de sus redes.

posición de liderazgo de Endesa en la zona ibérica en particular, que Endesa se configura como una empresa “yield” cuyo atractivo para los inversores se materializa a través de la estabilidad de su política de dividendos y su alto “dividend yield”<sup>47</sup>. Gracias a la generación de flujos de caja notablemente estables, Endesa se postula como una inversión poco arriesgada con una tasa de rentabilidad muy por encima de la renta fija en comparación con el plus de riesgo operativo asociado.

### 5.1.3. Optimizar la estructura de capital

Con la distribución de ese segundo dividendo extraordinario derivado del préstamo bancario y la línea de crédito anteriormente comentadas, Endesa consigue mejorar sus ratios financieros y de endeudamiento pues, como indica de nuevo el Sr. Armada, con la financiación de los 6.352 millones consigue aumentar su ratio Deuda Financiera Neta/EBITDA cerca de las dos veces aumentando, por tanto, el peso de la financiación ajena en el total de los recursos.

La estructura financiera óptima se refiere a esa combinación de deuda y capital social que maximiza el valor de la empresa y por consiguiente el valor de los accionistas. En tanto que el coste de los fondos propios es notablemente superior al de los recursos ajenos, debido, entre otras cosas, al orden en el que se paga a los proveedores de fondo en caso de liquidación de la compañía (siendo primero siempre los acreedores por préstamos bancarios antes que a los accionistas), la deducibilidad fiscal de sus intereses y porque la remuneración de la financiación ajena no es dependiente de los resultados operativos (haciendo más arriesgada la inversión de capital propio que la financiación) cuanto mayor sea la proporción de financiación ajena sobre la totalidad de las fuentes de financiación, menor será el coste de capital (WACC) y mayor será el valor de la empresa. Sin embargo, no debemos olvidar que el endeudamiento y su beneficio fiscal presenta un claro límite a partir del cual el incremento de valor generado por la deducibilidad de los impuestos se ve completamente absorbido por el incremento de costes debido a la posibilidad de quiebra.<sup>48</sup>

De esta forma, y no tanto como objetivo sino como consecuencia, el resultado de la

---

<sup>47</sup> Como indica Endesa en su HR acerca de la nueva política de dividendos.

<sup>48</sup> Así afirmaban Kraus y Litzenberger (1973) y De Angelo y Masulis (1980)

OPV de Enersis y la modificación de la estructura financiera trae como consecuencia el aumento de la liquidez de sus acciones y el volumen de transacciones diarias lo cual, hasta la materialización de la OPV y el consecuente aumento del free float, limitaba e imposibilitaba la entrada de Endesa en el Ibex 35 pues “El Índice se compone de los 35 valores cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro Bolsas Españolas, que sean los más líquidos durante el período de control”.<sup>49</sup>

## **5.2. Importancia de los accionistas minoritarios**

### **5.2.1. Prima sobre el valor de cotización**

En todo proceso de adquisición o toma de control, el comprador ofrece un precio superior al de cotización que responde a la prima necesaria para poder controlar la empresa. Este sobreprecio se fundamenta en la percepción que el propio inversor tiene de que la rentabilidad de dicho negocio podría aumentar estando este bajo el control del mismo, maximizando, de esta forma, el valor de la compañía. En definitiva, esta prima de control generalmente representa parte de las sinergias que el nuevo accionista mayoritario teóricamente sería capaz de aportar al negocio gracias al conocimiento previo sobre dicho sector y mediante la incorporación y consolidación de dicha empresa en su portfolio.

Visto desde otra perspectiva, la prima de control es ese exceso sobre el precio al que estaría dispuesto a comprar cualquier otro inversor que fuera minoritario. De esta forma, rara vez veremos en una toma de control (generalmente mediante Oferta Pública de Adquisición) en la que el precio ofertado no incluye implícitamente un sobreprecio que alente a los accionistas minoritarios a vender. Sin embargo, y en relación con la operación objeto de nuestro estudio, nos surge la duda sobre si Enersis efectivamente habría tenido que ofrecer ese importe adicional al precio de cotización dado que al ser propietario de más del 90% del capital de Endesa, en tanto que accionista mayoritaria de Enersis, se podría afirmar que indirectamente ya tiene el control sobre tal activo.

---

<sup>49</sup> Según las propias normas establecidas en el documento “*Normas técnicas para la composición y cálculo de los índices de sociedad de bolsas, S.A.*”.

No debemos olvidar tampoco, para el caso de los accionistas minoritarios de Endesa, nos surge la duda acerca de la posible falta de protección sobre los mismos en cuanto que el comprador en esta operación resulta ser el accionista mayoritario y podría pensarse que cualquier oferta que el mismo presentara a Endesa en relación a Enersis podría quedar aceptada en tanto que la mayoría de la Junta General de Accionistas quedaría conformada por la propia italiana. Precisamente por este posible abuso de poder, podría resultar adecuado el estudio de la existencia de prima de control sobre la cotización a efectos de realizar alguna afirmación acerca de la protección realizada a favor de los minoritarios pues de existir prima, y dado que bajo nuestro punto de vista ningún sobreprecio es aquí exigible reconocido el control indirecto de la compradora sobre el activo objeto de transacción, ya se podría afirmar el correcto funcionamiento y transparencia de la operación.

A estos efectos, nos volvemos a remitir al comunicado oficial de la eléctrica española en la que se especifica que *“el precio de la oferta de compra asciende a un importe global de 8.252,9 millones de euros (basado en un precio implícito por acción de Enersis de 215 pesos chilenos)”*.

Considerando que el precio de cotización a comienzos del mes de septiembre de 2014<sup>50</sup>, rondaba los 200 pesos chilenos, hablamos de una prima de control cercana al siete por ciento. A más a más, considerando que el resultado obtenido del estudio realizado de la valoración nos aporta un rango de valoración entre 195-205 pesos chilenos por acción, resulta bastante evidente la correcta y transparente actuación de Enel desde el punto de vista de los minoritarios.

### **5.2.2. Protección de sus intereses frente a los de Enel**

No obstante, dado que no pretendemos realizar ninguna afirmación rotunda acerca de la falta de exigibilidad de la prima, nos planteamos la cuestión acerca de la protección de los minoritarios desde la perspectiva del procedimiento en base al cual se ha llegado a aprobar la decisión de desinversión por tal precio. En concreto, vamos a

---

<sup>50</sup> Siendo ésta la fecha que utilizamos como referencia en tanto que consideramos que el precio aún no había experimentado crecimiento alguno que tuviera como causa la expectación levantada por los rumores relativos a la operación definitivamente ejecutada. Esto es, consideramos el precio de cotización de dicha fecha (199,4) como “unaffected Price”

analizar la forma en la que esta operación ha sido abordada en comparación con lo que teóricamente es idóneo en otras operaciones similares.

En operaciones tales como fusiones, adquisiciones o desinversiones es habitual la actuación de entidades pertenecientes a diferentes ciencias, entre las que destacamos los despachos de abogados, como soporte legal en las relaciones contractuales que derivan de las compraventas, y los bancos de inversión para la elaboración de la valoración que sirva de fundamento para la toma de decisiones y el cubrimiento de responsabilidades frente a accionistas. A estos efectos, entre Enel y Endesa contrataron a las siguientes entidades para la ejecución de las mencionadas tareas: (1) Como bancos de inversión Endesa solicita la asesoría financiera de Deutsche Bank y Merrill Lynch, mientras que Enel mandata, por su parte, a Mediobanca para que se encarguen de valorar Enersis y realizar la presentación que será posteriormente utilizada en la Junta General de Accionistas para cubrirse frente a responsabilidades derivadas del precio pactado en la compraventa<sup>51</sup>, (2) Como asesores legales se involucran tanto al despacho Clifford Chance como al departamento de legal de PWC. Por último, y no por ello menos importante, sino todo lo contrario, resaltamos, y con ello afirmamos la absoluta transparencia de la operación en general y la protección de los minoritarios en concreto, la importancia de la forma en la que la decisión definitiva fue tomada. En este punto nos remitimos a la configuración inicialmente realizada acerca de la composición del Consejo de Administración de Endesa previa-operación, a efectos de valorar el peso que debieran tener y han tenido los consejeros independientes en tanto representantes de los accionistas minoritarios. En efecto, para la decisión de desinversión se preparó una comisión especial únicamente formada por los consejeros de tal naturaleza, a saber, por el Sr. Alejandro Echevarría y el Sr. Miguel Roca que de común acuerdo optaron por aceptar la oferta de Enel.

---

<sup>51</sup> Comúnmente conocido como *Fairness Opinion*

## 6. Conclusiones

Enersis, compañía objeto de valoración en la transacción acordada entre Enel y Endesa, se trataba, hasta la fecha de la operación, de la división más atractiva de la eléctrica española en tanto se postulaba como la primera inversión en términos de posibilidades de crecimiento.

Las participaciones que, desde finales de la última década del pasado siglo hasta la fecha de la operación, ostentaba Endesa y que le atribuían la posición de control sobre la misma le proporcionaba la oportunidad de posicionarse como una de los principales líderes del sector eléctrico en cada uno de los países en los que la compañía chilena tenía consolidados activos, a saber, Argentina, Brasil, Colombia, Chile y Perú. La ventaja y beneficio que estos países representaban sobre Endesa se resume principalmente en su estado económico de expansión total, o al menos, eso se podría afirmar por aquel entonces. De esta forma, nos planteamos ¿entonces, cual es la racionalidad de desprenderse de la única división con perspectivas de crecimiento? Efectivamente, los inversores en general, y los accionistas minoritarios de la española en particular, se preguntaban ¿cuál es la lógica que subyace en la decisión de dejar a Endesa exclusivamente expuesta al mercado español y portugués, supuesto su escaso potencial bajo la actual situación regulatoria?, así como ¿será justo el precio pactado en la operación habida cuenta de la posición de control del comprador sobre el vendedor, esto es, de Enel sobre Endesa en tanto accionista mayoritario? Pues bien, ante esta situación, el estudio se centra en dar respuesta a cada cuestión de interés que pudiera suscitar la operación.

Implementadas las cuatro metodologías conforme a las cuales se quería abordar el presente estudio científico, y siempre intentando dar respuesta a los cuatro objetivos planteados, se obtienen las siguientes conclusiones cuya relevancia se extiende también al mundo profesional.

La **primera conclusión** se refiere a la descripción de la transacción. Con esta operación Endesa vende a su accionistas mayoritario Enel un conglomerado de 19 compañías, tanto cotizadas como privadas, especializadas en distintas fases del proceso eléctrico, situadas a lo largo de Brasil, Argentina, Chile, Colombia y Perú y

consolidadas bajo el control de Enersis. El precio pactado es de 8.252,9 millones de euros, resultado de un precio implícito por acción de 215 pesos chilenos.

La **segunda conclusión** la obtenemos tras la aplicación empírica de los métodos de valoración más comunes en este campo. Efectivamente, supuesta la especial relación entre comprador y vendedor, hemos actuado con la diligencia propia de aquellos encargados de tal asesoramiento financiero obteniendo un rango objetivo de valoración de 188-229 y de 192 a 230 pesos por acción mediante DCF y múltiplos, respectivamente. Así las cosas, el rango objetivo de valoración se encuentra entre 195 y 205 pesos por acción que, habida cuenta del precio pactado, resulta en prima en torno al siete por ciento. Asimismo, y teniendo como *unaffected price* el correspondiente al día 27 de agosto de 2014, el precio aceptado recoge implícitamente una prima de magnitud similar. En tal supuesto nos podemos inclinar a afirmar la transparencia de la operación, en lo que respecta al precio pagado.

La **tercera conclusión**, buscaba encontrar una respuesta lógica al repentino cambio estratégico que Endesa se había visto obligada a realizar y que la transacción en cuestión había puesto de manifiesto.

En definitiva, una vez conocido que el precio pactado era *fair*, era momento de buscar las razones que habrían impulsado a Endesa a desprenderse de su división de mayor crecimiento. No debemos olvidar que asociada a esa gran oportunidad de crecimiento, Latinoamérica siempre ha constituido una decisión arriesgada. Teniendo esto en consideración nos surge la siguiente duda: ¿ha sido beneficioso o perjudicial para Endesa la venta de Enersis? Aunque no parece existir visibilidad suficiente como para dar respuesta concisa a la cuestión enunciada, lo que sí que resulta evidente es el cambio estratégico así como las nuevas metas que la consecución de esta transacción supone para ambos sujetos implicados.

Por un lado, Endesa se ha visto reposicionada hacia su mercado doméstico, en el que tiene grandes ventajas competitivas y una posición de liderazgo sostenible con una madurez y estabilidad que le permite renunciar al crecimiento en favor de configurarse como una *spanish yield*. Con esta operación, Endesa pasa a focalizarse en la región ibérica dónde los factores legislativos favorecen a esta madurez y estabilidad del sector

eléctrico, especialmente para el caso de la distribución. Debido precisamente a esta madurez y ausencia de perspectivas optimistas de crecimiento, y habida cuenta de la cantidad de flujo de caja que presumiblemente puede obtener de esa posición de liderazgo en tales mercados, Endesa pasa a postularse como una “spanish yield” que busca el atractivo de los inversores vía *dividen yield*. Concretamente se ha comprometido a garantizar la distribución de un dividendo cada vez superado en un 5% sobre el anterior.

Por otro lado, y gracias a la nueva estrategia adoptada en el seno de la propia Endesa, de la que repetimos es accionista mayoritario, Enel consigue solventar otro quebradero de cabeza que venía afrontando en los últimos años, y que es su difícil situación de solvencia financiera. Como es evidente, la nueva configuración de Endesa como *dividend player* favorece a su principal accionista y le posibilita recibir regularmente caja para poder hacer frente a sus compromisos financieros.

Adicionalmente, Enel ha podido obtener distintas fuentes de financiación inmediatas con las que solventar su difícil situación financiera, entre las cuales encontramos una que igualmente consigue beneficiar a Endesa. Hablamos de dos dividendos extraordinarios, uno procedente de la venta de Enersis y otro de un préstamo financiero contratado por Endesa, un dividendo ordinario con cargo a los resultados de 2014 y, por último, la Oferta Pública de Venta del 22% del capital de Endesa.

En suma: (1) Endesa consigue optimizar la estructura de capital, y ganar liquidez producto de la OPV del 22% de su capital. (2) Enel consigue hacerse con el negocio latinoamericano de forma que el 92% del precio pagado vuelve en concepto de dividendo extraordinario, así como el mismo porcentaje sobre el importe del re-apalancamiento (en torno a seis mil millones) y el 70% del dividendo ordinario con cargo a resultados, junto con el precio pactado en la OPV por la venta del 22% del capital de Endesa.

La **cuarta y última conclusión** consigue dar respuesta al interrogante relacionado con la protección de los accionistas minoritarios desde una doble perspectiva. Por una lado, en lo referente al fondo de la cuestión, la prima implícita del precio pagado, con independencia de ser o no exigible dado el control indirecto de la compradora, permite

aceptar la protección de los intereses de los minoritarios. Por otro lado, más relacionado con el procedimiento formal seguido, la contratación de bancos de inversión y de bufetes de abogados para el asesoramiento independiente, así como la creación de una cámara específica, únicamente conformada por consejeros independientes y de la que se excluye de votación a los dominicales representantes de Enel, acaba por confirmar la correcta procedencia de la transacción en cuanto a lo que protección de los minoritarios se refiere.

## 7. Bibliografía

### **Libros consultados**

- Badenes, C. y Santos, J.M. (1999). *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables*. IESE.
- Casanovas, M. (1983). “*Métodos Prácticos de Valoración de Empresas*”. Profit Editorial.
- Damodaran, Aswath (1994). *Damodaran and Valuation*. John Wiley and Sons, Inc.
- Damodaran, Aswath (2002). *Investment valuation: tool and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley and Sons, Inc.
- Fernández, P. (2000a) *Valoración de empresas*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Fernández, P. (2001b). *Creación de valor para los accionistas*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Gaughan, Patrick A. (2007). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. Wiley and Sons, Inc.
- Kruschwitz, L. y Loffler, A. (2006). *Discounted cash flow: a theory of the valuation of firms*. John Wiley and Sons, Inc.
- Martínez Conesa, Isabel y García Meca, Emma (2005). *Valoración de empresas cotizadas: principales métodos, el papel de los intangibles y estudio mediante casos*. AECA.
- Pratt, S. (1989). *Valuing a business*. Irwin, Homerwood.
- Ruiz Olabuenaga, J. I. (2003) *Metodología de la investigación cualitativa*. Bilbao, Universidad de Deusto.

### **Artículos de revista**

- Alford, A. (1992). The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the Price-earnings valuation method. *Journal of Accounting Research*, 30, 94-108.
- Alonso, S. Azofra, V. y de la Fuente, G. (2008). Las opciones reales en el sector eléctrico. El caso de la expansión de Endesa en Latinoamérica. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 38, 65-94.

- Baker, M. y Ruback, R.S.(1999). Estimating industry multiples. *Working paper*. Harvard University, Cambridge, MA.
- Beaver, W. y Morse, D. (1978). What determines Price-earnings ratios? *Financial Analysts Journal*, 34, 65-76.
- Bhojraj, S. Y Lee, C.M.C (2002). Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms. *Journal of Accounting Research*, 40, 407-439.
- Blanco-Callejo, M. Guerras-Martín L.A. y Forcadell-Martínez, F.J. (2011) .Evidencias empíricas sobre reestructuración de la cartera de negocios en el ámbito corporativo español: El caso del sector eléctrico. *GCC Georgetown University*, mayo-agosto, 38-51.
- Block, S. B. (1999). A study of financial analysts: practice and theory. *Financial Analysts Journal*, July-August, 88-95.
- Chetty S. (1996). The case study method for research in small- and médium - sized firms. *International Small Business Journal*, 5, octubre – diciembre.
- Demirakos, E.G. Strong, N.C. y Walker, M. (2004). What Valuation Models Do Analyst Use?. *Accounting Horizons*, 18, 4 221-240.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, 14, 532-550.
- García, John y Trillas, Francesc (2011). Control corporativo y riqueza de los accionistas en el sector eléctrico europeo. *Revista de Economía Institucional*, 13, 297-319.
- Kaplan, S.N. y Ruback, R.S. (1995). The valuation of cash flow forecast: an empirical analysis. *Journal of Finance*, 50, 1059-1093.
- Kaplan, S.N. y Ruback, R.S. (1996). The market pricing of cash flow forecasts: discounted cash flow vs. the method of “comparables”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8, 45-60.
- Martínez, Carlos E. Ledesma, Juan S. y Russo, Alfredo (2013) Modelos de cálculos de las betas a aplicar en el Capital Asset Pricing Model: el caso de Argentina. *Estudios Gerenciales*, 200-208.
- Miranda Robredo, Rafael (2002). Estrategias de internacionalización: La experiencia de Endesa. *ICE: empresas multinacionales españolas*, abril-mayo, nº 799.
- Mur Sangrá, Melania (2005). Privatización y Eficiencia: El caso de Endesa. *Universidad de Zaragoza*.

Rivera Novo, Luis M. (2003). Presente y futuro de Endesa en Brasil. *ICE: Brasil, octubre-noviembre, n° 810*.

Santandreu, Paul y Torres, Jose (2012). Selección del método de valoración de empresas en función de la empresa y el ciclo económico: modelo QQC. *Revista de Contabilidad y Dirección 15, 115-112*.

Yin, R. K. (1984/1989). Case Study Research: Design and Methods. *Applied social research Methods Series, Newbury Park CA, Sage*.

Yin, R.K. (1993). Applications of Case Study Research. *Applied Social Research Methods Series (Vol. 34), Newbury Park, CA, Sage*.

### **Informes de analistas**

Carneiro, María C. Errandonea, Francisco y Schild, Nicolas (2014). “Enel begins reorganization process of Latam operations” Banco Santander, 11 de septiembre del 2014.

Carneiro, María C. Errandonea, Francisco y Schild, Nicolas (2014). “Enel announces new organization of Latam Operations” Banco Santander, 31 de julio del 2014.

Carneiro, María C. Errandonea, Francisco y Schild, Nicolas (2014). “2Q14: Solid in Generation; Weak in Brazilian Distribution” Banco Santander, 25 de julio del 2014.

Carneiro, María C. Errandonea, Francisco y Schild, Nicolas (2014). “Enel studying change of Enersis control from Spain to Italy.” Banco Santander, 15 de julio del 2014.

Equity Research (2014). “Revisiting Chilean utilities: electricity/tax reforms, El Niño, solar generation opportunity”. Goldman Sachs, 30 de julio del 2014.

Equity Research (2014). “2Q EBITDA in line; lower EPS on non-cash non-recurrings – Neutral.” Goldman Sachs, 25 de julio de 2014.

Equity Research (2014). “1Q14 EBITDA and EPS below GS and consensus.” Goldman Sachs, 6 de mayo del 2014.

Fernández Lopez, Ezequiel (2014). “Q2/14 Earnings Call Highlights” Scotiabank, 29 de julio del 2014.

Fingeret, Gustavo (2014). “2Q14 EBITDA Was Flat If Excluding One-Off Item” Itaú BBA, 25 de julio del 2014.

Griffith, Richard y Brooks, Alex (2014). “2Q miss but the strategy update is key” Canaccord, 31 de julio del 2014.

- Ossa, Andres y Manushevich, Francisca (2014). “Enel to acquire Endesa Spain’s stake in Enersis at CLP 215 per share.” Credicorp Capital, 12 de septiembre del 2014.
- Ossa, Andres y Manushevich, Francisca (2014). “Enel will “acquire” Endesa Spain’s stake in Enersis to rearrange its corporate structure”. Credicorp Capital, 31 de julio del 2014.
- Ossa, Andres y Manushevich, Francisca (2014). “Gx up due to higher hydro output and higher sale prices. Over costs in Brazil impacting Dx” Credicorp Capital, 25 de julio del 2014.
- Ossa, Andres y Manushevich, Francisca (2014). “Chilean Electric Utilities.” Credicorp Capital, 12 de julio del 2014.
- Zapata, Sergio (2014). “Actualización precio objetivo.” Corpreasearch, 27 de julio del 2014.

### **Otras fuentes**

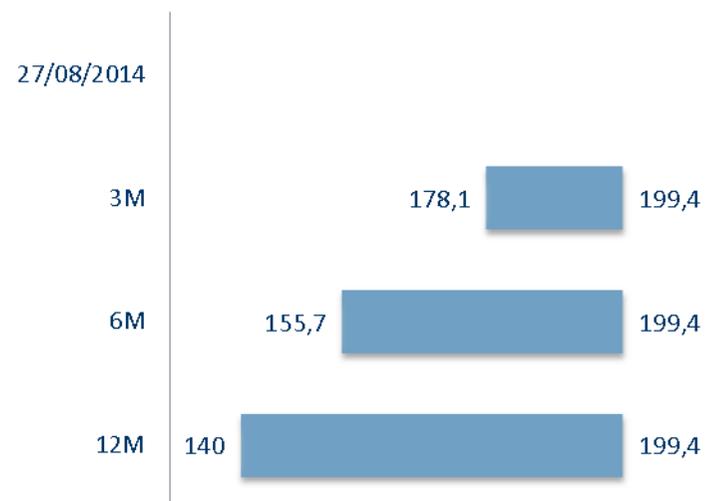
- CNMV. “Consulta a los registros oficiales”.  
<https://www.cnmv.es/portal/Consultas/DatosEntidad.aspx?nif=A-28023430>,  
 última visita 24 de febrero 2014.
- Endesa. “Accionistas e inversores: Información Económica Financiera”.  
<http://www.endesa.com/es/accionistas/infoeconomica/home>, última consulta el  
 20 de febrero 2014.
- Endesa. “Accionistas e inversores: La acción”.  
<http://www.endesa.com/ES/ACCIONISTAS/LAACCION/CapitalSocial>, última  
 consulta el 14 de febrero 2014.
- Endesa. “Conoce Endesa: Nuestro negocio”.  
<http://www.endesa.com/es/conoceendesa/lineasnegocio/LineasdeNegocio>,  
 última consulta el 25 de enero 2014.
- Endesa. “Conoce Endesa: Órganos de Gobierno: Consejo de Administración”.  
<http://www.endesa.com/ES/CONOCEENDESA/ORGANOSDEGOBIERNO/CONSEJODEADMINISTRACION/ConsejodeAdministracion>, última consulta el  
 28 de enero 2014.
- Endesa. “Conoce Endesa: Quienes somos”.  
<http://www.endesa.com/es/conoceendesa/nuestraestrategia/Presentaciones>,  
 última consulta el 23 de enero 2014.
- Endesa. “Hechos relevantes y comunicados a la CNMV”.  
<http://www.endesa.com/es/accionistas/infoegofic/hechosrelevcomcnmy>, última  
 consulta el 23 de febrero 2014. (Hechos relevantes y presentaciones).

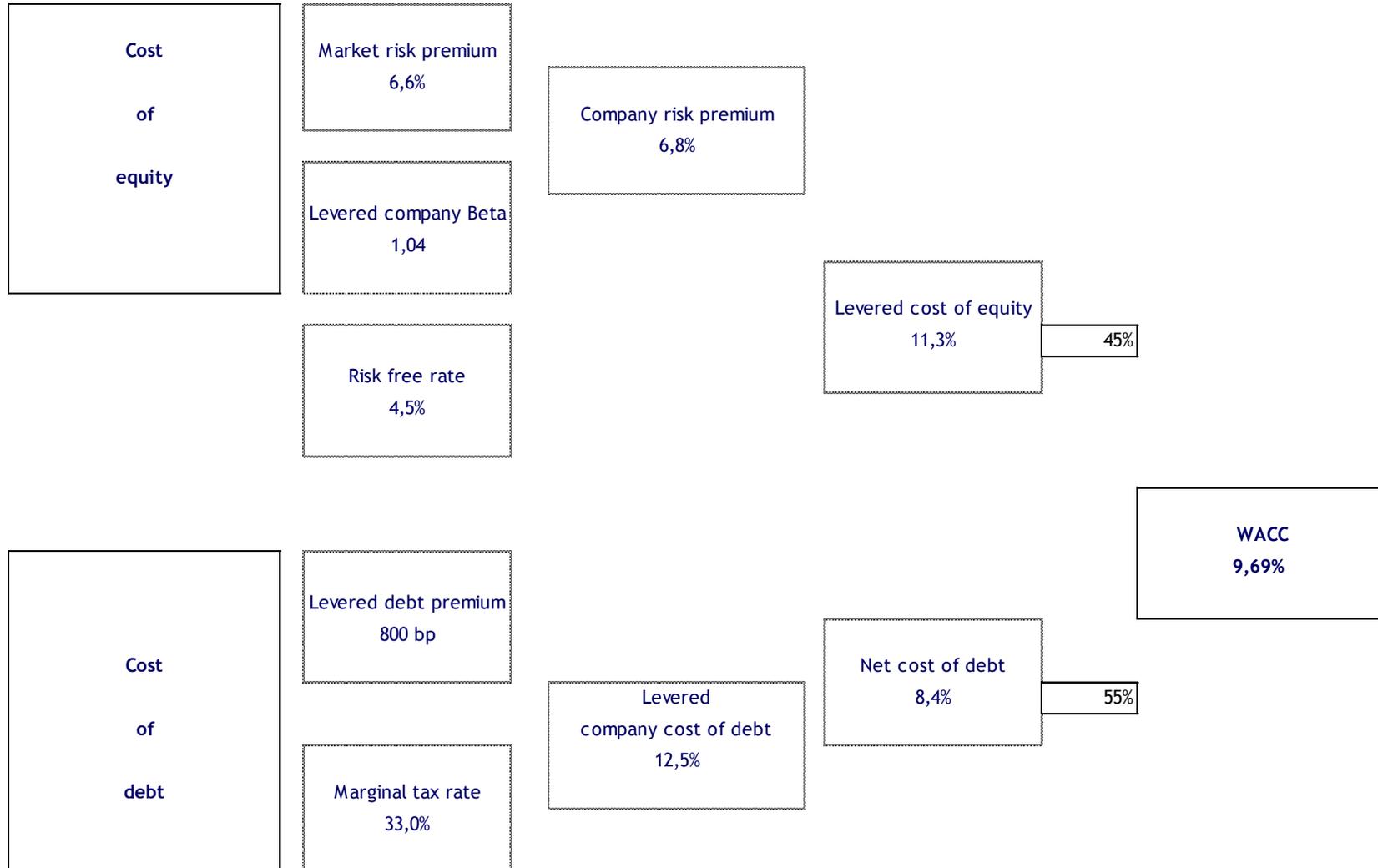
## Anexo 1: Resultados de la aplicación de los diferentes métodos de valoración al caso Enersis.

1

Valoración de Mercado

Periodo	Precio		Nº acciones (m)	Capitalización (m€)	
	Mín	Max		Mín	Max
12M	140	199,4	49.092,77	9.078	12.569
6M	155,7	199,4		9.813	12.569
3M	178,1	199,4		11.226	12.569
27/08/2014		199,4			12.569



**WACC (I)**

## WACC (II)

INFORMACION WACC	
Unleveraged beta	0,6228
Marginal tax rate	33%
Risk free rate	4,49%
Debt premium	800,00
Market risk premium	7%
Target D/(D+E)	50%
Target D/E	1,0000

Cálculo tasa libre de riesgo			
País	Peso	Riesgo País	TIR
Argentina	9%	757	9,93%
Colombia	31%	151	3,87%
Perú	12%	147	3,83%
Chile	23%	122	3,58%
Brasil	25%	209	4,45%
<i>EEUU</i>			2,36%
<b>Total</b>			<b>4,49%</b>

ANALISIS DE SENSIBILIDAD DEL WACC						
Estructura de capital		Beta	Cost deuda		Cost RRPP	WACC
D/E	D/(D+E)		Pre-tax	Post-tax		
4,000	80%	2,291736527	12%	8%	19%	10,59%
2,333	70%	1,596327345	12%	8%	15%	10,34%
1,500	60%	1,248622754	12%	8%	13%	10,09%
1,000	50%	1,04	12%	8%	11%	9,83%
0,667	40%	0,900918164	12%	8%	10%	9,58%
0,429	30%	0,801573995	12%	8%	10%	9,33%
0,250	20%	0,727065868	12%	8%	9%	9,07%
0,111	10%	0,669115103	12%	8%	9%	8,82%
-	0%	0,622754491	12%	8%	9%	8,57%

## Fundamento para las hipótesis

Cuenta de Pérdidas y Ganancias		
	2013	2014
Total revenue	6.245.959	6.712.773
Cost of goods sold	(4.623.741)	(5.093.379)
<b>EBITDA</b>	<b>2.057.691</b>	<b>2.104.199</b>
Depreciation & amortization	(435.473)	(484.804)
<b>EBIT</b>	<b>1.622.218</b>	<b>1.619.395</b>
Net interest income/(expense)	(128.241)	(287.591)
Others	123.591	(92.379)
Pretax profits	1.617.568	1.239.424
Provision for taxes	(504.167)	(3.342.089)
Minority interest	(454.887)	(367.588)
Net income	658.514	537.628
<b>Net income (pre-exceptionals)</b>	<b>658.514</b>	<b>537.628</b>
<b>Net income (post-exceptionals)</b>	<b>658.514</b>	<b>537.628</b>

Balance		
	2013	2014
Cash & equivalents	4.581.643	6.169.985
Accounts receivable	1.141.378	1.214.436
Inventory	70.216	66.412
Other current assets	266.628	254.290
<b>Total current assets</b>	<b>6.059.865</b>	<b>7.705.123</b>
Net PP&E	10.109.531	10.442.808
Other long-term assets	755.712	831.253
<b>Total assets</b>	<b>16.925.108</b>	<b>18.979.183</b>
Accounts payable	928.914	990.093
Short-term debt	2.122.708	2.229.691
Other current liabilities	180.383	328.008
<b>Total current liabilities</b>	<b>3.232.005</b>	<b>3.547.791</b>
Long-term debt	3.104.177	3.792.758
Other long-term liabilities	1.264.668	1.310.387
<b>Total long-term liabilities</b>	<b>4.368.845</b>	<b>5.103.145</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>7.600.850</b>	<b>8.650.936</b>
Total common equity	5.799.401	6.435.802
Minority interest	3.524.857	3.892.445
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>16.925.108</b>	<b>18.979.183</b>

Flujo de caja		
	2013	2014
Net income	1.113.401	905.216
D&A add-back (incl. ESO)	435.473	484.804
Minority interest add-back	454.887	367.588
(Inc)/dec working capital	42.739	37.070
Other operating cash flow	580.806	(29.822)
Cash flow from operations	2.627.306	1.764.855
Capital expenditures	(698.372)	(818.081)
Cash flow from investing	(698.372)	(818.081)
Dividends paid	0	625.455
Inc/(dec) in debt	1.628.583	795.564
Other financing cash flows	166.746	(779.452)
Cash flow from financing	1.795.329	641.567
<b>Total cash flow</b>	<b>3.724.263</b>	<b>1.588.342</b>

Crecimiento económico Latam						
2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
3,0%	1,3%	2,4%	2,8%	3,1%	3,3%	3,4%



**Proyecciones: (A) Media  
estimaciones analistas**

Pesos (millones)	Proyecciones										
	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Ingresos</b>	<b>6.712.773</b>	<b>7.039.679</b>	<b>7.351.331</b>	<b>7.645.384</b>	<b>7.951.199</b>	<b>8.269.247</b>	<b>8.475.978</b>	<b>8.687.878</b>	<b>8.905.075</b>	<b>9.127.702</b>	<b>9.355.894</b>
Media analistas		7.039.679	7.351.331	7.645.384	7.951.199	8.269.247	8.475.978	8.687.878	8.905.075	9.127.702	9.355.894
% growth		4,87%	4,43%	4,00%	4,00%	4,00%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Goldman Sachs		7.272.474	7.865.059								
Credicorp		7.404.395	7.725.203								
Corpbanca		6.918.845	6.984.060								
Santander		6.563.000	6.831.000								
% growth	7%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
<b>EBITDA</b>	<b>2.104.199</b>	<b>2.365.397</b>	<b>2.523.165</b>	<b>2.624.091</b>	<b>2.729.055</b>	<b>2.838.217</b>	<b>2.909.172</b>	<b>2.981.902</b>	<b>3.056.449</b>	<b>3.132.861</b>	<b>3.211.182</b>
Media analistas		2.365.397	2.523.165	2.624.091	2.729.055	2.838.217	2.909.172	2.981.902	3.056.449	3.132.861	3.211.182
% growth		12,41%	6,67%	6,67%	6,67%	6,67%	6,67%	6,67%	6,67%	6,67%	6,67%
% sales		33,60%	34,32%	34,32%	34,32%	34,32%	34,32%	34,32%	34,32%	34,32%	34,32%
Goldman Sachs		2.274.032	2.548.030								
Credicorp		2.404.120	2.520.099								
Corpbanca		2.395.436	2.475.529								
Santander		2.388.000	2.549.000								
<b>D&amp;A</b>	<b>484.804</b>	<b>512.441</b>	<b>520.386</b>	<b>541.201</b>	<b>562.849</b>	<b>585.363</b>	<b>599.997</b>	<b>614.997</b>	<b>630.372</b>	<b>646.132</b>	<b>662.285</b>
Media analistas		512.441	520.386	541.201	562.849	585.363	599.997	614.997	630.372	646.132	662.285
% sales		7,28%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%
Goldman Sachs		491.657	502.826								
Credicorp		n.a.	n.a.								
Corpbanca		542.665	541.331								
Santander		503.000	517.000								
<b>EBIT</b>	<b>1.619.395</b>	<b>1.852.956</b>	<b>2.002.779</b>	<b>2.082.890</b>	<b>2.166.206</b>	<b>2.252.854</b>	<b>2.309.175</b>	<b>2.366.904</b>	<b>2.426.077</b>	<b>2.486.729</b>	<b>2.548.897</b>
Media analistas		1.852.956	2.002.779	2.082.890	2.166.206	2.252.854	2.309.175	2.366.904	2.426.077	2.486.729	2.548.897
Hipotesis BVP		1.797.124	1.882.667	1.981.884	2.093.068	2.214.047	2.302.609	2.394.713	2.490.502	2.590.122	2.693.727
% sales	24%	26,32%	27,24%	27,24%	27,24%	27,24%	27,24%	27,24%	27,24%	27,24%	27,24%

<b>CAPEX</b>	<b>818.081</b>	<b>853.223</b>	<b>771.116</b>	<b>801.960</b>	<b>834.039</b>	<b>867.400</b>	<b>889.085</b>	<b>911.312</b>	<b>934.095</b>	<b>957.447</b>	<b>981.384</b>
Media analistas		853.223	771.116	801.960	834.039	867.400	889.085	911.312	934.095	957.447	981.384
% amortización		166,50%	148,18%	148,18%	148,18%	148,18%	148,18%	148,18%	148,18%	148,18%	148,18%
<i>Goldman Sachs</i>		700.958	719.915								
<i>Credicorp</i>		1.060.240	744.654								
<i>Corpbanca</i>		792.694	789.893								
<i>Santander</i>		859.000	830.000								
<b>Changes in Working Capital</b>	<b>37.070</b>	<b>17240,1</b>	<b>16067,6</b>	<b>16710,3</b>	<b>17378,8</b>	<b>18073,9</b>	<b>18525,7</b>	<b>18988,9</b>	<b>19463,6</b>	<b>19950,2</b>	<b>20449,0</b>
Media analistas		17.240	16.068	16.710	17.379	18.074	18.526	18.989	19.464	19.950	20.449
% sales		0,24%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%
<i>Goldman Sachs</i>		37.998	24.732								
<i>Credicorp</i>		n.a.	n.a.								
<i>Corpbanca</i>		8.722	17.471								
<i>Santander</i>		5.000	6.000								

**Proyecciones: (B) Hipótesis personales**

Pesos (millones)	Proyecciones										
	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Ingresos</b>	<b>6.712.773</b>	<b>6.986.654</b>	<b>7.319.219</b>	<b>7.704.942</b>	<b>8.137.189</b>	<b>8.607.519</b>	<b>9.105.033</b>	<b>9.631.304</b>	<b>10.187.994</b>	<b>10.776.860</b>	<b>11.399.762</b>
Hipotesis BVP		6.986.654	7.319.219	7.704.942	8.137.189	8.607.519	9.105.033	9.631.304	10.187.994	10.776.860	11.399.762
Crecimiento PIB Latam	1,30%	2,40%	2,80%	3,10%	3,30%	3,40%					
Impacto en Enersis (growth)	1,69%	4,08%	4,76%	5,27%	5,61%	5,78%					
% growth	7%	4%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
<b>EBITDA</b>	<b>2.104.199</b>	<b>2.301.708</b>	<b>2.411.270</b>	<b>2.538.344</b>	<b>2.680.745</b>	<b>2.835.692</b>	<b>2.999.595</b>	<b>3.172.971</b>	<b>3.356.369</b>	<b>3.550.367</b>	<b>3.755.578</b>
Hipotesis BVP		2.301.708	2.411.270	2.538.344	2.680.745	2.835.692	2.999.595	3.172.971	3.356.369	3.550.367	3.755.578
% growth	n.a.	n.a.	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
% sales	31%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>D&amp;A</b>	<b>484.804</b>	<b>504.584</b>	<b>528.602</b>	<b>556.460</b>	<b>587.677</b>	<b>621.645</b>	<b>657.576</b>	<b>695.584</b>	<b>735.788</b>	<b>778.317</b>	<b>823.304</b>
Hipotesis BVP		504.584	528.602	556.460	587.677	621.645	657.576	695.584	735.788	778.317	823.304
% sales	7%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%
<b>EBIT</b>	<b>1.619.395</b>	<b>1.797.124</b>	<b>1.882.667</b>	<b>1.981.884</b>	<b>2.093.068</b>	<b>2.214.047</b>	<b>2.342.019</b>	<b>2.477.388</b>	<b>2.620.581</b>	<b>2.772.050</b>	<b>2.932.275</b>
Hipotesis BVP		1.797.124	1.882.667	1.981.884	2.093.068	2.214.047	2.342.019	2.477.388	2.620.581	2.772.050	2.932.275
% sales	24%	25,72%	25,72%	25,72%	25,72%	25,72%	25,72%	25,72%	25,72%	25,72%	25,72%
<b>CAPEX</b>	<b>818.081</b>	<b>851.458</b>	<b>891.988</b>	<b>938.996</b>	<b>991.673</b>	<b>1.048.992</b>	<b>1.109.624</b>	<b>1.173.760</b>	<b>1.241.603</b>	<b>1.313.368</b>	<b>1.389.281</b>
Hipotesis BVP		851.458	891.988	938.996	991.673	1.048.992	1.109.624	1.173.760	1.241.603	1.313.368	1.389.281
% D&A	169%	168,74%	168,74%	168,74%	168,74%	168,74%	168,74%	168,74%	168,74%	168,74%	168,74%
<b>Changes in Working Capital</b>	<b>37.070</b>	<b>35089,1</b>	<b>33099,8</b>	<b>30991,6</b>	<b>28661,7</b>	<b>26014,6</b>	<b>25697,2</b>	<b>25256,2</b>	<b>24678,5</b>	<b>23949,5</b>	<b>23053,8</b>
Hipotesis BVP		35.089	33.100	30.992	28.662	26.015	25.697	25.256	24.678	23.949	23.054
% sales	0,55%	0,502%	0,452%	0,402%	0,352%	0,302%	0,282%	0,262%	0,242%	0,222%	0,202%

**DCF: (A) Media estimaciones  
analistas**

**Valor terminal**

(Year ending 31 dic)	2024	Adj.	Normalizado 2024 Adj.	Terminal free cash flow
<b>EBIT</b>	<b>2.548.897,2</b>	<b>0,0</b>	<b>2.548.897,2</b>	<b>2.599.875,2</b>
- Impuestos sobre EBIT	(841.136,1)	0,0	(841.136,1)	<b>(857.958,8)</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>1.707.761,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1.707.761,1</b>	<b>1.741.916,4</b>
+ Amortización	662.284,8	0,0	662.284,8	675.530,5
- Capital expenditure	(981.383,6)	0,0	(981.383,6)	(1.001.011,3)
- (Crec.)/red. working capital	(20.449,0)	0,0	(20.449,0)	(20.857,9)
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>1.368.213,4</b>	<b>0,0</b>	<b>1.368.213,4</b>	<b>1.395.577,6</b>
Discount factor (x)	0,44	0,44	0,44	5,66
<b>Flujo de caja actualizado</b>	<b>595.301,9</b>	<b>0,0</b>	<b>595.301,9</b>	<b>7.898.573,6</b>

(€m)	Perpetual growth	Exit EBITDA multiple
Valor terminal	18.153.702,5	19.588.210,3
<b>Valor presente</b>		
Periodo pronosticado	7.050.200,0	7.050.200,0
Valor terminal	7.898.573,6	8.522.719,8
Valor del negocio	14.948.773,6	15.572.919,8
% del VT sobre el total	53%	55%
+ Financial assets	0,0	0,0
- Deuda neta/(caja)	(2.727.002,6)	(2.727.002,6)
- Minoritarios	(2.176.301,0)	(2.176.301,0)
<b>Valor de los recursos propios</b>	<b>10.045.470,0</b>	<b>10.669.616,2</b>
<b>Precio por acción (pesos)</b>	<b>204,6</b>	<b>217,3</b>

		Tasa de crecimiento perpetuo (%)				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Tasa de descuento (%)	10,7%	170,2	177,7	186,1	195,5	206,2
	10,2%	177,0	185,4	194,8	205,4	217,5
	<b>9,7%</b>	184,7	194,1	204,6	216,7	230,5
	9,2%	193,3	203,8	215,8	229,6	245,6
	8,7%	203,0	215,0	228,7	244,6	263,3

## DCF: (B) Hipótesis personales

### Valor terminal

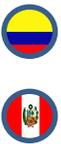
(Year ending 31 dic)			Normalizado	Terminal	(€m)	Exit	
	2024	Adj.	2024	free cash		Perpetual	EBITDA
			Adj.	flow		growth	multiple
<b>EBIT</b>	<b>2.932.274,6</b>	<b>0,0</b>	<b>2.932.274,6</b>	<b>2.990.920,1</b>	Valor terminal	18.251.621,4	22.909.027,8
- Impuestos sobre EBIT	(967.650,6)	0,0	(967.650,6)	<b>(987.003,6)</b>	<b>Valor presente</b>		
<b>NOPLAT</b>	<b>1.964.624,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1.964.624,0</b>	<b>2.003.916,4</b>	Periodo pronosticado	6.205.762,6	6.205.762,6
+ Amortización	823.303,8	0,0	823.303,8	839.769,8	Valor terminal	7.941.177,5	9.967.588,8
- Capital expenditure	(1.389.280,6)	0,0	(1.389.280,6)	(1.417.066,2)			
- (Crec.)/red. working capital	(23.053,8)	0,0	(23.053,8)	(23.514,9)	Valor del negocio	14.146.940,1	16.173.351,3
					% del VT sobre el total	56%	62%
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>1.375.593,3</b>	<b>0,0</b>	<b>1.375.593,3</b>	<b>1.403.105,2</b>	+ Financial assets	0,0	0,0
					- Deuda neta/(caja)	(2.727.002,6)	(2.727.002,6)
Discount factor (x)	0,44	0,44	0,44	5,66	- Minoritarios	(2.176.301,0)	(2.176.301,0)
					<b>Valor de los recursos propios</b>	<b>9.243.636,5</b>	<b>11.270.047,7</b>
<b>Flujo de caja actualizado</b>	<b>598.512,9</b>	<b>0,0</b>	<b>598.512,9</b>	<b>7.941.177,5</b>	<b>Precio por acción (pesos)</b>	<b>188,3</b>	<b>229,6</b>

		Tasa de crecimiento perpetuo (%)				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Tasa de descuento (%)	10,7%	153,6	161,2	169,7	179,2	189,9
	10,2%	160,6	169,0	178,4	189,1	201,2
	<b>9,7%</b>	168,3	177,7	188,3	200,4	214,3
	9,2%	176,9	187,5	199,5	213,4	229,5
	8,7%	186,7	198,7	212,5	228,5	247,3

Datos de las compañías a  
valorar

Nombre	%	Actividad	País	Ventas			EBITDA			EBIT			Beneficio neto			Flujo de caja			Deuda Fin. Neta
				LTM	2014E	2015E	LTM	2014E	2015E	LTM	2014E	2015E	LTM	2014E	2015E	LTM	2014E	2015E	
Chocon & Costanera	45.40%	Generación		33	111	39	68	99	49	48	52	72	(36)	16	36	(15)	63	13	(159)
Docksud	39.99%	Generación		59	55	57	9	10	9	(3)	(4)	(4)	2	2	2	14	16	15	(21)
Edesur	71.61%	Distribución		342	320	332	53	(56)	(53)	(67)	(81)	(78)	(73)	(85)	(89)	(59)	(60)	(63)	(31)
Intragrupo	59.56%			2	2	2	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	1	1	1	1	1	1	0
<b>Argentina</b>				<b>436</b>	<b>488</b>	<b>430</b>	<b>129</b>	<b>52</b>	<b>4</b>	<b>(23)</b>	<b>(34)</b>	<b>(11)</b>	<b>(106)</b>	<b>(66)</b>	<b>(50)</b>	<b>(59)</b>	<b>20</b>	<b>(34)</b>	<b>(211)</b>
Cachoeira	83.33%	Generación		160	150	156	111	117	110	104	127	122	80	93	97	87	84	85	37
Fortaleza	83.54%	Generación		175	164	170	42	44	42	36	43	42	27	32	33	34	33	33	14
Cien	83.54%	Transmisión		65	61	64	48	51	48	35	42	41	27	31	32	40	40	40	16
Anpla	91.63%	Distribución		976	914	949	223	236	222	126	153	148	50	58	60	147	141	135	(342)
Coelce	64.36%	Distribución		728	877	954	89	114	179	32	77	140	9	29	58	66	66	97	(272)
Intragrupo	84.23%			(125)	(117)	(122)	(9)	(9)	(9)	(9)	(11)	(10)	(8)	(9)	(9)	(7)	(7)	(7)	135
<b>Brazil</b>				<b>1.979</b>	<b>2.049</b>	<b>2.171</b>	<b>504</b>	<b>553</b>	<b>592</b>	<b>324</b>	<b>431</b>	<b>483</b>	<b>185</b>	<b>234</b>	<b>271</b>	<b>367</b>	<b>357</b>	<b>383</b>	<b>(412)</b>
Endesa Chile	59.98%	Generación		872	877	978	161	126	271	81	82	147	31	31	59	111	76	183	(454)
Pehuenche	55.57%	Generación		204	162	182	155	130	146	157	125	137	62	50	51	71	54	60	(466)
Gas Atacama	60.74%	Generación		177	177	177	56	56	56	29	29	29	21	21	21	48	48	48	125
Chilectra	99.09%	Distribución		1.028	963	1.000	178	188	177	145	176	170	116	135	140	149	147	147	10
Enersis	100.00%	Holding		67	63	65	(16)	(17)	(16)	(18)	(22)	(21)	(13)	(15)	(16)	(11)	(10)	(10)	333
Intragrupo	71.84%			(295)	(277)	(287)	1	1	1	(1)	(1)	(1)	0	(1)	(1)	1	1	1	-
<b>Chile</b>				<b>2.053</b>	<b>1.965</b>	<b>2.115</b>	<b>535</b>	<b>484</b>	<b>635</b>	<b>393</b>	<b>389</b>	<b>461</b>	<b>217</b>	<b>221</b>	<b>254</b>	<b>369</b>	<b>316</b>	<b>429</b>	<b>(452)</b>
Engesa	37.72%	Generación		690	632	740	442	409	466	403	369	432	98	89	105	137	128	138	(947)
Codensa	48.39%	Distribución		912	854	887	316	334	314	250	304	293	73	84	88	138	115	109	(267)
Intragrupo	41.64%			(157)	(147)	(153)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Colombia</b>				<b>1.445</b>	<b>1.339</b>	<b>1.474</b>	<b>758</b>	<b>743</b>	<b>780</b>	<b>653</b>	<b>673</b>	<b>725</b>	<b>171</b>	<b>173</b>	<b>193</b>	<b>275</b>	<b>243</b>	<b>247</b>	<b>(1.214)</b>
Edegel	37.46%	Generación		321	254	236	173	134	125	126	99	92	31	25	23	78	60	56	(126)
Piura	96.50%	Generación		50	47	49	21	22	21	16	20	19	10	12	13	15	15	15	(40)
Edelnor	75.54%	Distribución		455	501	561	121	118	130	95	87	97	46	40	44	72	71	76	(208)
Intragrupo	56.48%			(86)	(81)	(84)	(1)	(1)	(1)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
<b>Peru</b>				<b>740</b>	<b>721</b>	<b>762</b>	<b>314</b>	<b>273</b>	<b>275</b>	<b>237</b>	<b>206</b>	<b>208</b>	<b>87</b>	<b>77</b>	<b>80</b>	<b>165</b>	<b>146</b>	<b>147</b>	<b>(372)</b>

## Datos de las cotizadas comparables

Actividad	Compañías comparables cotizadas														
	Compañía	País	Actividad	EV/EBITDA			EV/EBIT			PER			P/CF		
				LTM	2014E	2015E									
 Dist.	Eletrópaulo	Brasil	Distribución	7,5x	19,1x	8,0x	n.a.	n.a.	n.a.	7,0x	n.a.	n.a.	2,5x	7,2x	4,3x
	Equatorial	Brasil	Distribución	14,0x	11,5x	8,3x	n.a.	16,9x	10,8x	n.a.	30,7x	13,4x	n.a.	13,7x	8,7x
	Coelce	Brasil	Distribución	12,9x	9,3x	5,9x	27,3x	13,8x	7,6x	25,3x	16,0x	8,1x	10,1x	8,9x	5,6x
	Light	Brasil	Integrado	5,8x	7,1x	5,7x	7,4x	9,8x	7,7x	7,7x	11,0x	8,1x	4,8x	5,9x	4,6x
	Copel	Brasil	Integrado	6,1x	5,5x	4,6x	8,7x	7,6x	6,2x	7,6x	7,6x	6,1x	5,0x	5,1x	4,2x
	EDP	Brasil	Integrado	4,9x	5,1x	4,6x	6,7x	6,4x	6,0x	10,5x	9,4x	9,1x	5,6x	6,1x	5,3x
	CPFL	Brasil	Integrado	10,3x	9,8x	8,8x	16,3x	13,7x	12,4x	22,0x	18,8x	15,8x	9,6x	9,8x	8,4x
	Eletrabras	Brasil	Integrado	n.a.	16,6x	6,9x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16m5	9,3x	n.a.	5,0x	n.a.
<b>Media</b>				<b>8,8x</b>	<b>10,5x</b>	<b>6,6x</b>	<b>13,3x</b>	<b>11,4x</b>	<b>8,5x</b>	<b>13,4x</b>	<b>15,6x</b>	<b>10,0x</b>	<b>6,3x</b>	<b>7,7x</b>	<b>5,9x</b>
Gen.	Tractebel	Brasil	Generación	10,1x	7,7x	6,9x	13,9x	9,4x	8,4x	23,4x	15,1x	12,9x	14,3x	11,1x	9,7x
	AES Tiete	Brasil	Generación	4,2x	5,4x	4,1x	4,7x	6,6x	4,8x	6,5x	8,6x	6,5x	5,6x	6,5x	5,2x
	<b>Media</b>			<b>7,2x</b>	<b>6,6x</b>	<b>5,5x</b>	<b>9,3x</b>	<b>8,0x</b>	<b>6,6x</b>	<b>15,0x</b>	<b>11,9x</b>	<b>9,7x</b>	<b>10,0x</b>	<b>8,8x</b>	<b>7,5x</b>
Transm.	CTEEP	Brasil	Transmisión	13,1x	17,3x	21,6x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,2x	17,3x	8,3x	16,7x	16,3x
	Transm Alian	Brasil	Transmisión	8,3x	8,0x	8,0x	8,5x	8,5x	8,3x	9,5x	9,9x	9,7x	9,1x	9,1x	9,2x
	Isa SA	Colombia	Transmisión	10,6x	11,1x	10,5x	10,2x	9,6x	9,6x	n.a.	20,0x	17,2x	11,2x	n.a.	n.a.
	<b>Media</b>			<b>10,7x</b>	<b>12,1x</b>	<b>13,4x</b>	<b>9,4x</b>	<b>9,1x</b>	<b>9,0x</b>	<b>9,5x</b>	<b>16,4x</b>	<b>14,7x</b>	<b>9,5x</b>	<b>12,9x</b>	<b>12,8x</b>
 Dist.	Luz Sur	Peru	Distribución	10,2x	9,6x	9,6x	11,8x	12,1x	10,3x	14,2x	14,9x	12,4x	11,5x	10,6x	11,2x
	Edelnor	Peru	Distribución	6,9x	7,7x	7,0x	8,7x	10,5x	9,4x	10,4x	13,0x	11,7x	7,3x	8,2x	7,5x
	<b>Media</b>			<b>8,6x</b>	<b>8,7x</b>	<b>8,3x</b>	<b>10,3x</b>	<b>11,3x</b>	<b>9,9x</b>	<b>12,3x</b>	<b>14,0x</b>	<b>12,1x</b>	<b>9,4x</b>	<b>9,4x</b>	<b>9,4x</b>
 Gx.	Endesa	Chile	Generación	10,0x	9,9x	8,3x	12,4x	12,2x	10,5x	21,0x	19,2x	14,5x	13,4x	12,7x	9,6x
	AES Gener	Chile	Generación	10,6x	9,4x	9,3x	12,3x	15,2x	16,3x	26,2x	17,3x	17,0x	n.a.	8,5x	7,9x
	E. CL	Chile	Generación	7,7x	7,4x	7,1x	13,6x	14,2x	13,3x	n.a.	20,5x	17,9x	9,3x	7,1x	6,6x
	Colbun	Chile	Generación	14,7x	11,4x	9,7x	26,0x	15,7x	11,0x	n.a.	19,7x	15,2x	15,9x	12,4x	12,4x
	Isagen	Colombia	Generación	14,8x	12,6x	9,9x	17,9x	14,7x	10,8x	20,7x	15,8x	17,3x	n.a.	12,8x	14,6x
	Endegel	Peru	Generación	7,7x	10,7x	11,6x	10,6x	14,5x	15,7x	14,9x	20,4x	22,0x	9,5x	13,3x	14,3x
	Enersur	Peru	Generación	9,4x	8,7x	7,7x	11,3x	10,3x	9,2x	14,5x	14,3x	12,3x	10,7x	10,7x	9,2x
	<b>Media</b>			<b>10,7x</b>	<b>10,0x</b>	<b>9,1x</b>	<b>14,9x</b>	<b>13,8x</b>	<b>12,5x</b>	<b>19,5x</b>	<b>18,2x</b>	<b>16,6x</b>	<b>11,8x</b>	<b>11,1x</b>	<b>10,7x</b>

## Múltiplo de transacciones precedentes

Compañía	Negocio	Transacciones				
		Target	País	Comprador	Fecha	EV/EBITDA
Ampla Coelce	Distribución	Companhia Energetica do Ceara - COELCE (15.18%)	Brazil	Energis SA	ene-14	8.8x
		Centrais Eletricas do Para SA - CELPA (61.37%)	Brazil	Equatorial	sep-12	5.1x
		Elektro Eletricidade e Servicos	Brazil	Iberdrola	ene-11	5.7x
		Rio Grande Energia	Brazil	CPFL Energia	may-06	5.1x
		Escelesa	Brazil	Energias do Brasil	abr-05	7.5x
		<b>Media</b>				
Cachoeira Fortaleza	Generación	Tupan Energia Eletrica; Hidropower Energia	Brazil	Gama Participacoes	jul-08	14.8x
		Norte Energia	Brazil	Energias do Brasil	jun-08	13.4x
		Rede Lajeado	Brazil	Energias do Brasil	jun-08	11.9x
		MAESA	Brazil	Tractebel	dic-06	9.2x
		Investimentos Energeticos	Brazil	Energias do Brasil	abr-05	7.6x
<b>Media</b>					<b>11.4x</b>	
Cien	Transmisión	ECTA(10%)/ERTE(13.3%); ENTE(13.3%)	Brazil	CEMIG	sep-09	6.5x
		Terna Participacoes	Brazil	Cemig	abr-09	7.9x
		TBE	Brazil	CEMIG	sep-08	8.9x
		Cia. De Transmissao de Energia	Brazil	Interconexion Electrica	ene-07	17.7x
		Cia. De Transmissao de Energia	Brazil	Interconexion Electrica	may-06	9.4x
<b>Media</b>					<b>10.1x</b>	

Chilectra Codensa Edelnor	Distribución	Chilquinta Energia	Chile	Sempra Pipelines and Storage	ene-11	9.0x
		Chilquinta Energia	Chile	AEI	oct-07	9.0x
		Empresas Emel	Chile	CGE	sep-07	11.5x
		Luz del Sur	Peru	Sempra Pipelines and Storage	ene-11	6.6x
		Edelnor	Peru	Energis	oct-09	6.1x
		Empresa de Distrib. Electrica Lima Norte (24%)	Peru	Genaralima	sep-08	7.6x
		Luz del Sur	Peru	AEI	oct-07	6.9x
<b>Media</b>					<b>8.1x</b>	
Endesa Chile GAT Pehuenche Emgesa Edegel Piura	Generación	Gas Atacama (50%)	Chile	Endesa Chile	mar-14	5.4x
		Energia Latina SA (ENLASA) (25%)	Chile	Grupo Penta/Moneda Asset Manag.	nov-12	14.2x
		Colbun	Chile	Angelini Group	may-06	9.3x
		Aes Gener	Chile	Investor Group	abr-06	7.1x
		Empresa de Energia de Boyaca (99.4%)	Colombia	BCIF Holding Colombia	dic-11	9.9x
		Termobarranquilla (57.34%)	Colombia	Fondos chilenos y colombianos	jun-10	9.8x
		TermoEmcati Funding Corporation (92.21%)	Colombia	CG-FIC	jun-10	14.5x
		Empresa Eléctrica de Piura (36.5%)	Peru	Endesa	nov-10	4.4x
		Edegel	Peru	Inkia Energy	sep-10	5.8x
		Edegel	Peru	Endesa Chile	oct-09	7.8x
		Edegel	Peru	Genaralima	sep-08	12.2x
Electroandes	Peru	Statkraft Norfund Power Invest	sep-07	10.8x		
<b>Media</b>					<b>10.1x</b>	

Nombre	Actividad	%	EBITDA (BnPesos)			EV/EBITDA	Enterprise Value (BnPesos)			Equity Value (BnPesos)			Proporcional (BnPesos)		
			LTM	2014E	2015E		LTM	2014E	2015E	LTM	2014E	2015E	LTM	2014E	2015E
Cachoeira	Generación	83.33%	111	117	110	11.4x	1.261	1.334	1.255	1.315	1.387	1.309	1.096	1.156	1.090
Fortaleza	Generación	83.54%	42	44	42	11.4x	475	503	473	495	523	493	414	437	412
Cien	Transmisión	83.54%	48	51	48	10.1x	485	513	482	508	536	506	424	448	422
Ampla	Distribución	91.63%	223	236	222	6.4x	1.437	1.519	1.430	886	968	879	812	887	805
Coelce	Distribución	64.36%	89	114	179	6.4x	571	734	1.149	239	402	817	154	258	526
Intragrupo		84.23%	(9)	(9)	(9)	8.2x	(71)	(75)	(71)	108	104	108	91	87	91
<b>Total Brazil</b>			<b>504</b>	<b>553</b>	<b>592</b>		<b>4.158</b>	<b>4.528</b>	<b>4.718</b>	<b>3.551</b>	<b>3.920</b>	<b>4.112</b>	<b>2.991</b>	<b>3.273</b>	<b>3.346</b>
Endesa Chil	Generación	59.98%	161	126	271	9.3x	1.493	1.171	2.511	1.068	746	2.085	641	447	1.251
Pehuenche	Generación	55.57%	166	130	146	9.3x	1.533	1.203	1.352	1.097	766	915	609	426	509
Gas Atacama	Generación	60.74%	56	56	56	9.3x	523	523	523	648	648	648	394	394	394
Chilectra	Distribución	99.09%	178	188	177	8.1x	1.443	1.525	1.435	1.424	1.507	1.417	1.411	1.493	1.404
Enersis	Holding	100.00%	(16)	(17)	(16)	8.9x	(140)	(148)	(139)	351	342	351	351	342	351
Intragrupo		71.84%	1	1	1	8.9x	6	7	6	6	7	6	4	5	4
<b>Total Chile</b>			<b>546</b>	<b>484</b>	<b>635</b>		<b>4.858</b>	<b>4.281</b>	<b>5.688</b>	<b>4.594</b>	<b>4.016</b>	<b>5.422</b>	<b>3.410</b>	<b>3.107</b>	<b>3.913</b>
Emgesa	Generación	37.72%	442	409	466	9.3x	4.094	4	4.317	3.191	2.881	3.414	1.204	1.087	1.288
Codensa	Distribución	48.39%	316	334	314	8.1x	2.557	3	2.544	2.251	2.398	2.238	1.089	1.160	1.083
Intragrupo		41.64%	0	0	0	8.8x	1	1	1	1	1	1	0	0	0
<b>Total Colombia</b>			<b>758</b>	<b>743</b>	<b>780</b>		<b>6.652</b>	<b>7</b>	<b>6.862</b>	<b>5.443</b>	<b>5.280</b>	<b>5.653</b>	<b>2.293</b>	<b>2.247</b>	<b>2.371</b>
Edegel	Generación	37.46%	173	134	125	9.3x	1.599	1.246	1.157	1.473	1.119	1.031	552	419	386
Piura	Generación	96.50%	21	22	21	9.3x	197	208	196	150	161	149	145	156	144
Edelnor	Distribución	75.54%	121	118	130	8.1x	981	953	1.049	763	735	830	576	555	627
Intragrupo		56.48%	(1)	(1)	(1)	8.8x	(5)	(5)	(5)	(3)	(4)	(3)	(2)	(2)	(2)
<b>Total Peru</b>			<b>314</b>	<b>273</b>	<b>275</b>		<b>2.772</b>	<b>2.402</b>	<b>2.397</b>	<b>2.383</b>	<b>2.011</b>	<b>2.007</b>	<b>1.271</b>	<b>1.128</b>	<b>1.155</b>
Ajustes de consolidación		100.00%	(9)	(9)	(9)	8.9x	(79)	(83)	(78)	(79)	(83)	(78)	(79)	(83)	(78)
<b>Total</b>										<b>15.971</b>	<b>15.227</b>	<b>17.194</b>	<b>9.965</b>	<b>9.755</b>	<b>10.785</b>
<b>Pesos por acción</b>													<b>203,0</b>	<b>198,7</b>	<b>219,7</b>

Broker	Fecha	Target Price	Trading price	Premium/ (Discount)	Recomendación
Credicorp Capital	08-ago-14	206	194,8	5,7%	Comprar
Banco Penta	05-ago-14	199	194	2,6%	Mantener
Scotia Capital	31-jul-14	185	193,7	(4,5%)	Mantener
Grupo Santander	28-jul-14	208,3	191,6	8,7%	Comprar
Larrain Vial Corredores de Bo	25-jul-14	202	192,5	4,9%	Comprar
Itau BBA Securities	25-jul-14	195	192,5	1,3%	Comprar
Corp Research SA	27-jun-14	215	186,8	15,1%	Comprar
Goldman Sachs	06-jun-14	204,1	181,2	12,6%	Mantener
Banco BTG Pactual SA	02-jun-14	204	178,4	14,3%	Comprar
BoAML	01-may-14	215	182,7	17,7%	Comprar
Renta 4 SA SVB	15-feb-14	185	162,1	14,1%	Comprar
BICE Corredores de Bolsa	12-feb-14	187	156	19,9%	Mantener
BCI Corredora de Bolsa	06-ene-14	180	158,7	13,4%	Comprar
Banchile Inversiones	10-sep-13	186	165,2	12,6%	Comprar
<b>Media LTM</b>		<b>198</b>	<b>180,7</b>	<b>9,6%</b>	
Precio	27-ago-14	199,4			
Premium/ (Discount)		(0,7%)			

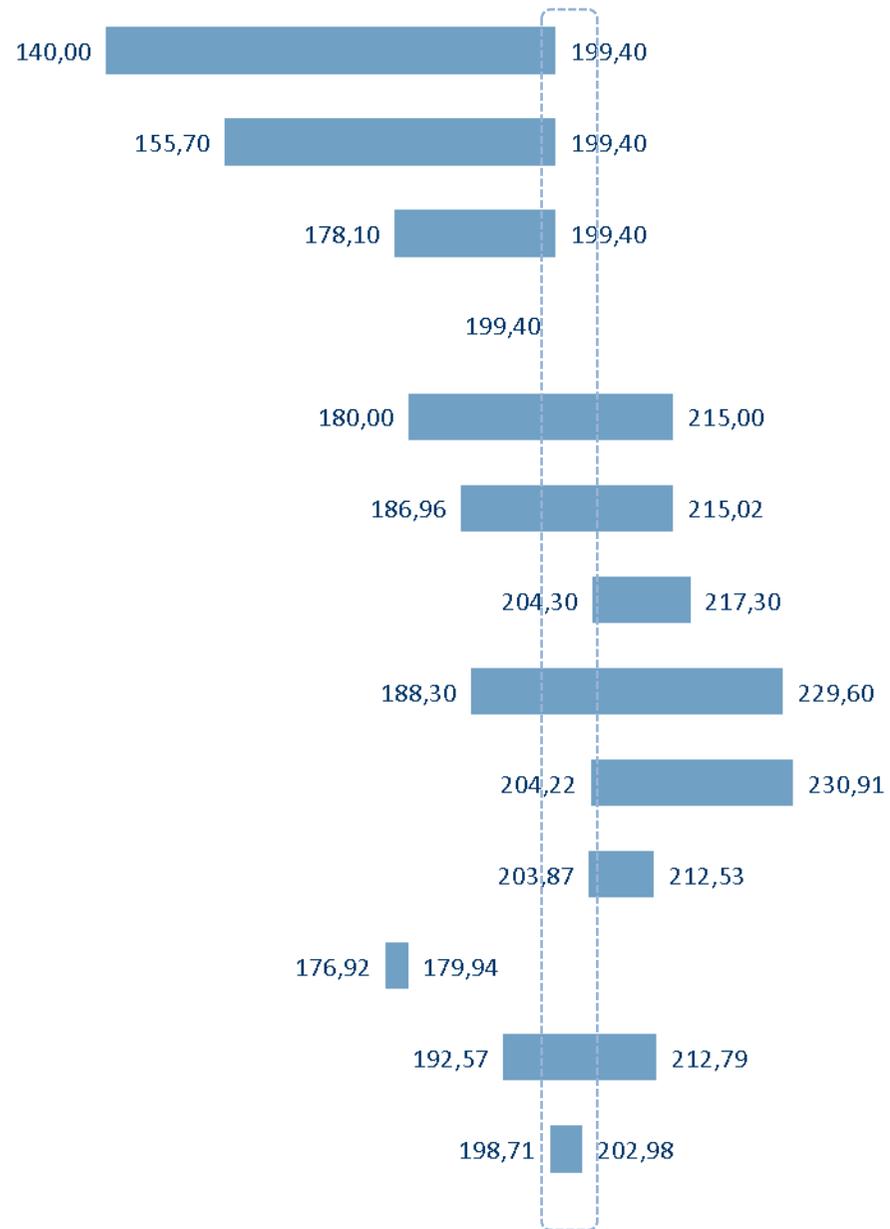
<b>Media 3M</b>		<b>202,1</b>	<b>189,5</b>		
Precio	27-ago-14	199,4			
Premium/ (Discount)		1,4%			

Compañía	Actividad	Bice Inversiones	ITAU	Citi-Banchile	Banco Penta	IM TRUST	CORPBANCA	Media
Chocon/Costanera/Docksud	Generación			58	-	(14)	(5)	13
Edesur	Distribución			(213)	(56)	(505)	(421)	(299)
<b>Total Argentina</b>				<b>(155)</b>	<b>(56)</b>	<b>(519)</b>	<b>(426)</b>	<b>(286)</b>
Fortaleza/Cachoeira/Cien	Generación	1.375	775	980	953	2.158	1.292	1.256
Ampla/Coelce	Distribución	1.646	1.249	1.232	1.609	653	2.215	1.434
<b>Total Brazil</b>		<b>3.021</b>	<b>2.024</b>	<b>2.212</b>	<b>2.562</b>	<b>2.811</b>	<b>3.507</b>	<b>2.690</b>
Endesa Chile and others	Generación	1.910	3.288	3.365	2.684	3.164	3.160	2.929
Chilectra	Distribución	1.864	1.246	1.289	1.192	1.767	910	1.378
Enersis holding		176	n.a.	41	445	(39)	543	233
<b>Total Chile</b>		<b>3.950</b>	<b>4.534</b>	<b>4.695</b>	<b>4.321</b>	<b>4.892</b>	<b>4.613</b>	<b>4.540</b>
Emgesa	Generación	1.285	1.059	1.772	1.262	1.334	999	1.285
Codensa	Distribución	851	1.209	923	1.152	1.092	760	998
<b>Total Colombia</b>		<b>2.136</b>	<b>2.268</b>	<b>2.695</b>	<b>2.414</b>	<b>2.426</b>	<b>1.759</b>	<b>2.283</b>
Edegel	Generación	498	526	524	584	493	554	530
Edelnor	Distribución	503	560	603	568	433	549	536
<b>Total Peru</b>		<b>1.001</b>	<b>1.086</b>	<b>1.127</b>	<b>1.152</b>	<b>926</b>	<b>1.103</b>	<b>1.066</b>
Otros		90	716	191	429	109	-	307
<b>Total</b>		<b>10.198</b>	<b>10.628</b>	<b>10.765</b>	<b>10.822</b>	<b>10.645</b>	<b>10.556</b>	<b>10.292</b>
<i> Holding discount</i>		<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>5%</i>	<i>10%</i>	<i>5%</i>	<i>0%</i>	<i>0</i>
<b>Total</b>		<b>9.178</b>	<b>9.565</b>	<b>10.227</b>	<b>9.740</b>	<b>10.113</b>	<b>10.556</b>	<b>9.572</b>
Pesos por acción		187	195	208	198	206	215	195

## VALUATION FOOTBALL FIELD



Rango de valoración [195-205]



## Anexo 2: Entrevista en profundidad

### Desde el punto de vista de Endesa, ¿es adecuada la desinversión de los activos latinoamericanos englobados bajo la compañía chilena Enersis?

Desde que se hicieran con el control de Enersis en 1997 y 1999 hasta ahora, se produjo una cascada muy complicada en cuanto a todas las holdings seguida de una reestructuración tendente a maximizar la distribución de dividendos hacia España sin tener que tributar, así como desde las holdings a Chile y para arriba. Siempre manteniendo el 60 por ciento del capital de la empresa chilena.

Entonces, ¿qué es lo que le lleva a tomar esta decisión de venta? ¿qué justifica la renuncia a la única para de crecimiento? Pues que Enel es una compañía tremendamente apalancada con ingente necesidad de desapalancamiento urgente. Tras un análisis de alternativas de activos susceptibles de desinversión entre los que se barajaban principalmente activos de Europa del Este –principalmente plantas nucleares en Polonia- junto con los activos latinoamericanos de Endesa que constituían la solución más factible o real, se tomó la decisión de vender las plantas de generación de Irlanda. No obstante, y en tanto que dicha venta no generó caja suficiente para hacer frente a sus compromisos financieros, se plantearon la venta de las Islas en España y acabaron por decantarse por la totalidad del control sobre los activos latinoamericanos. De esta forma dejan a Endesa focalizada exclusivamente en un mercado notablemente estable con altísima generación de flujo de caja y la posicionan como una *spanish yield* con una rentabilidad por dividendo de las más altas de la bolsa española.

¿Es adecuado la decisión de decantarse sobre los activos latinoamericanos, habida cuenta del teórico prometedor recorrido? Efectivamente van a perder esa palanca de crecimiento en Latinoamérica. Ahora bien, Latinoamérica ya no es lo que era pues esto, al fin al cabo, es un ciclo y cuando en Europa desde el 2007 al 2012 teníamos esa crisis financiera, los países latinoamericanos, tales como Brasil, Chile, Mexico o Colombia, iban creciendo significativamente ahora se ha dado la vuelta. Ahora Brasil atraviesa graves problemas políticos y económicos, y en general todos los países latinoamericanos, a excepción de Chile que es un tema aparte al ser el país más desarrollado de Latinoamérica, mientras que Europa parece que comienza a salir de la recesión. Y efectivamente, esto se ha tenido en cuenta en el departamento estratégico de Endesa y consideraron que era el momento adecuado para desinvertirlo.

**¿Cómo se han salvaguardado los intereses de los inversores minoritarios (el ocho por ciento restante) en una decisión en la que el comprador es el accionista mayoritario?**

La cuestión gira en torno a decidir acerca de la necesidad o no de ofertar un precio en el que implícitamente se incluya un excedente sobre la cotización como resultado de la toma de control. La problemática, dado que, como sabrás, en casi la totalidad de las operaciones corporativas en las que se adquiere el control sobre una compañía se paga esa prima sobre cotización, correspondiente a este supuesto es que sería posible admitir que Enel ya tenía cierto control, aunque indirecto, sobre el activo en cuestión. No olvides que, pese a que el activo resulte consolidado bajo el control de Endesa, ésta pertenece casi totalmente a Enel.

Pero claro, ese free float restante no permitirá la venta si no es por un precio moderadamente superior al de cotización. Y digo moderado porque es obvio que son conscientes de este control indirecto y no sería razonable exigir primas cercanas a la media. De hecho, lo cierto es que el precio pactado contiene implícitamente un excedente sobre la cotización cercano al siete por ciento.

Ahora bien, ¿tu crees que esa prima es coherente con el mercado? Lógicamente tenemos que tener en cuenta la evolución experimentada en la compañía, en su cotización pues si en los últimos meses ha crecido a un ritmo sobrenatural, pues el siete por ciento aplicado sobre el precio el día de la operación o unos meses atrás resulta en una diferencia abismal. En el caso concreto de Enersis, vemos como el precio de la acción ha ido subiendo a lo largo de todo el año de forma que esa prima implícita no es correctamente comparable con las de mercado que giran alrededor de veinte o veinticinco por ciento. Pero repito, yo personalmente considero que esta operación, precisamente por ser el comprador la empresa cabecera del vendedor, no exige un prima de control acorde con lo que se está acostumbrado a ver en el sector eléctrico latinoamericano.

Obviamente no podemos olvidar que también contratan a los bancos para garantizar que el precio es *fair* con las *fairness opinion* que, como sabrás, realizaron Mediobanca, Merrill Lynch y Deutsche. Igualmente, si mal no recuerdo, se contó con el apoyo legal de Clifford Chance y, lo más importante de todo, el *independent director's meeting*. Para la decisión final los consejeros que no eran independientes se abstuvieron de votar en favor de los independientes (Miguel Roca y Alejandro Echeverría).

## ¿Qué objetivos se buscan con la transacción?

El *ultimate goal*, como ya hemos comentado antes, es solventar la delicada situación financiera de Enel que es la que compra los activos latinoamericanos pero, al fin y al cabo, se da el dividendo. Además, consigue obtener mucho dinero de la Oferta Pública de Venta del 22 por ciento que anteriormente poseía del capital de Endesa, así como financiación derivada de la distribución de tres tipos de dividendos: uno de la operación, otro del reapalancamiento de Endesa y un tercero con cargo a resultados.

Endesa, una vez distribuido ese dividendo extraordinario derivado de la venta de Enersis, acuerda con distintas entidades bancarias la concesión de un préstamo por valor ligeramente superior a seis mil millones de euros. Dicho montante iría a parar de nuevo en un 92 por ciento a Enel consiguiendo, por tanto, aún mayor financiación. Asimismo, con esta operación Endesa consigue aumentar el peso de la financiación ajena sobre el total de la estructura de capital aumentando su ratio de apalancamiento desde una vez el valor de su EBITDA a dos veces y medio mejorando, por tanto, el coste de capital y, por consiguiente, el valor de la empresa.

Como la OPV se hizo entre octubre y noviembre de 2014, el capital de Enel sobre Endesa el 31 de diciembre, que es la fecha de distribución de esos dividendos, ya aparece restado esa parte ofertada al público.

La consecuencia principal de esta necesidad de desapalancamiento de Enel es la limitación que se le impone a Endesa en cuanto al mercado en el que opera. En definitiva, al acabar con esta división latinoamericana, que repito, es la única que podía aportar expectativas de crecimiento, Endesa acaba por focalizarse en el mercado ibérico, incluyendo tanto España como Portugal, que últimamente se caracteriza por su notable madurez y alta generación de caja sostenible. Y esto ocurre básicamente por las condiciones que la legislación española impone sobre los distintos servicios eléctricos. En las fases en las que el negocio es regulado, no existe competencia alguna de forma que es bastante predecible y estable los beneficios a ingresar. Por ejemplo, la distribución eléctrica se encuentra completamente regulada de forma que en Cataluña solo opera Endesa como distribuidora. Y como la generación eléctrica constituye el servicio que mayor peso representa sobre el total del EBITDA de la compañía, Endesa aparece como un perfil de *dividend play* con políticas de dividendos muy altas sobre la tasa de rentabilidad que aporta la renta fija.

En tiempos en los que la TIR de los bonos españoles rozan los mínimos históricos, los inversores con perfiles de riesgo moderados o bajos que buscan sacar rentabilidades

entre cero y cinco por ciento acaban por decantarse por la renta variable buscando el equilibrio entre rentabilidad y riesgo. Por eso, el principal atractivo de la nueva Endesa es precisamente esa política estable de dividendos que garantiza un crecimiento del cinco por ciento sobre el último dividendo. Hablamos entonces de inversores conservadores como pueden ser las carteras de inversión de los fondos de planes de pensiones, los fondos soberanos. Pero tienen un problema, que es que tienen mucha generación. Tienen generación y distribución, que vale que la última es un sector regulado y efectivamente es *dividend yield*, pero generación no ya que va a pool y es variable. Por lo tanto, este mix es lo que hizo que el *pricing* de esta compañía fuera a doce y pico cuando la propia empresa pensaba que podría salir en torno a los doce.

Y, por último, aunque no se considera como objetivo propiamente dicho, no olvides que con estas operaciones las acciones de Endesa ganan en liquidez lo cual les permite sobrepasar esa barrera o requisito que pone el Ibex 35. Efectivamente, las compañías que componen dicho índice son las 35 empresas cotizadas con mayor liquidez, y no solo tamaño. A diferencia del ocho por ciento de liquidez que anteriormente tenían en el mercado y que les limitaba enormemente el *volume traded*, en la situación actual, un treinta por ciento les permite posicionarse entre las acciones más líquidas del mercado bursátil español.