

3 de noviembre de 2017



asset
CHILE

Plan Elqui – Enel Generación Chile S.A.
Resumen Ejecutivo para el Comité de Directores



Rol de ASSET Chile

ASSET Chile ha sido contratado por el Comité de Directores de EGC para ejercer como evaluador independiente y emitir un informe ("Informe") respecto de la Reorganización propuesta por EC. De acuerdo al Título XVI de la Ley 18.046, el Informe debe contener la opinión de ASSET Chile referente a:

- Si la Reorganización contribuye al interés social.
- Si el precio, términos y condiciones definidos en la Reorganización están en línea con las condiciones de mercado al momento de aprobar la Reorganización.

Para realizar esta asesoría, ASSET Chile tuvo acceso, entre otros, a los estados financieros y a proyecciones operacionales y financieras de las compañías. Adicionalmente, tuvo acceso a un proceso de preguntas y respuestas por escrito, reuniones con la administración y con los principales ejecutivos de las compañías, acceso a un *due diligence* legal, técnico y tributario de EGPL realizado por consultores independientes. ASSET Chile no realizó visitas a terreno, ni un *due diligence* presencial, personal o a través de consultores, en las compañías involucradas en la Reorganización.

El análisis del proceso de Reorganización estuvo sujeto a un estatus de "clean hands", que autorizó a ASSET Chile a tener reuniones con otros evaluadores independientes involucrados en la Reorganización.

Descripción de la Reorganización

La Reorganización involucra la ejecución de dos pasos consecutivos: (i) en primer lugar, una OPA de EC por las acciones de EGC, y (ii) en segundo lugar, una fusión por absorción de EGPL por EC. El segundo paso ocurrirá automáticamente en caso de que el primero resulte exitoso.

- Paso 1 – OPA: EC realizará una OPA por EGC con el objetivo de adquirir hasta el 100% de las acciones de la compañía. El éxito en la ejecución de la OPA está sujeto a lo siguiente:
 - El Directorio de EC debe llamar a una Junta Extraordinaria de Accionistas ("JEA") para que en ella se apruebe la OPA y la fusión. Adicionalmente la JEA debe aprobar el aumento de capital que deberá realizar la compañía para financiar la OPA y la fusión.
 - El Directorio de EGC deberá llamar a una JEA para aprobar un cambio en los estatutos de la compañía. La Reorganización requiere que se modifique el estatuto que limita en un 65% la máxima concentración permitida para un accionista.
 - La OPA será pagada en caja pero se espera que una parte de dicha caja sea utilizada para comprar acciones de primera emisión de EC.
 - Para declarar la OPA exitosa, EC debe alcanzar un mínimo de propiedad de un 75% sobre EGC.
- Paso 2 – Fusión por absorción de EGPL en EC: EGPL es controlado por Enel en su totalidad. La fusión por absorción será pagada a Enel a través de un intercambio de acciones de EC y EGPL.

Enel definió que, adicional a las condiciones definidas previamente, la Reorganización deberá incrementar el beneficio neto atribuible por acción (*EPS*) para EC, EC no debe poner en riesgo su calidad crediticia, y por último Enel deberá mantener al final del proceso de Reorganización una participación en EC similar a la actual (equivalente al 60,6%).

El siguiente gráfico simplificado describe los pasos secuenciales de la Reorganización y la estructura final esperada:

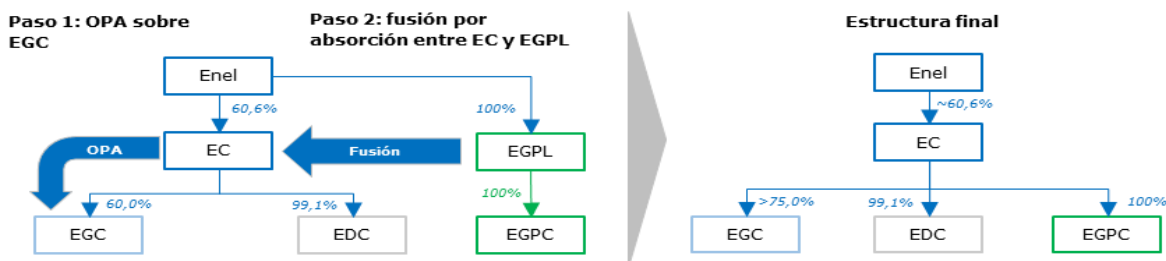


Figura 1: Pasos de la Reorganización

Conclusiones

Valoración de los activos subyacentes:

La metodología de valoración y enfoques utilizados por ASSET Chile para determinar el valor de las compañías, incluyó la estimación de valor basados en flujos de caja descontados, múltiplos (de compañías comparables y transacciones), precios objetivos de analistas de mercado y los valores de mercado de las compañías.

Las valoraciones obtenidas para EGC, EDC y EGP son las expresadas en la Tabla 1.

	EGC (CLP miles de millones)			EDC (CLP miles de millones)	EGPL (US\$ millones)		
	Bajo	Medio	Alto	Medio	Bajo	Medio	Alto
Valor compañía	5.246	5.353	5.595	1.694	2.834	2.899	2.991
Valor patrimonio	4.417	4.524	4.766	1.599	1.578	1.643	1.735
EV/EBITDA 2018E	9,0x	9,2x	9,6x	8,5x	10,6x	10,8x	11,2x
Precio de la acción	538	552	581	1.390	1,91	1,99	2,10

Tabla 1: Resumen valoraciones

EC fue valorada utilizando la metodología de "suma de las partes" ("SOTP", por su sigla en inglés). Adicionalmente, considerando el valor actual de la capitalización bursátil de EC, el descuento *holding* sería cercano a 17%. Dada la reacción que provocó en el mercado el anuncio de la Reorganización, estimamos que el valor de descuento *holding* actual no es necesariamente representativo.

Términos de Intercambio para la Reorganización:

Los Términos de Intercambio son función de una serie de variables. La variable más relevante en este caso es el valor relativo de los activos subyacentes (definidos anteriormente). Las otras variables que impactan en los ratios son las siguientes: (i) supuestos que deberán ser definidos en la Reorganización y que se transforman en *inputs* para la determinación de los ratios ofrecidos: el descuento *holding* a nivel de EC, el mix de caja y acciones de EC ofrecidos a cambio de las acciones de EGC, y el premio definido en la OPA; y (ii) variables que son desconocidas y que serán resultado de la Reorganización: porcentaje de minoritarios que aceptan la OPA en EGC, el porcentaje de accionistas minoritarios de EC que ejercerán su derecho preferente ("POP") en el aumento de capital que realizará EC para financiar la OPA, y el número de accionistas minoritarios de EC que ejercerán su derecho a retiro en la fusión.

Nuestro análisis incluye los siguientes supuestos:

- El descuento *holding* será considerado en un 10%, similar al valor del descuento *holding* de los últimos 12 meses. Con el objetivo de evitar cualquier tipo de especulación y considerando un escenario conservador, asumiremos que el descuento *holding* no varía en términos porcentuales como resultado de esta Reorganización.
- Un premio en la OPA en un rango entre 10%-14% sobre el precio de mercado¹ es adecuado para este tipo de transacciones, lo que implica que el precio ofrecido en la OPA por EGC deberá situarse en un rango de CLP 570 – CLP 590 por acción.
- Ningún minoritario de EC suscribirá al aumento de capital que deberá realizar dicha compañía ni ejercerá su derecho a retiro.
- Hemos realizado un análisis de sensibilidad tomando diferentes valores de aceptación de la OPA y diferentes mix de combinaciones entre caja y acciones (ver más abajo).

¹ Precio de Mercado como es definido por el Título XXV de la Ley Chilena de Mercado de Valores, es el precio ponderado promedio entre el 90º y el 30º día de trading previo a la oferta de la OPA. Para este caso ese precio es de un valor aproximado de CLP\$518 por acción de EGC.

En base a lo recientemente descrito, el siguiente gráfico muestra nuestras estimaciones para los Términos de Intercambio calculados para la OPA en EGC y la fusión de EGPL en EC.

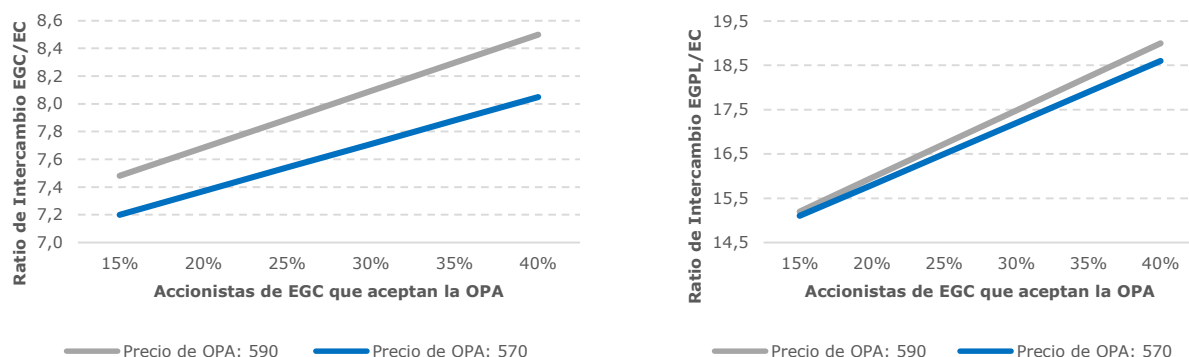


Gráfico 1: Términos de Intercambio EGC y EGPL

Por lo tanto, los Términos de Intercambio para la Reorganización propuesta, asumiendo un canje de 100% de acciones de EC por cada acción de EGC y de EGPL, deben encontrarse en los rangos mostrados en la Tabla 2:

Nº acciones de EC por cada acción de:	
EGC	7,2 – 8,5
EGPL ²	15,1 – 19,0

Tabla 2: Términos de Intercambio para la Reorganización

Dependiendo de los supuestos finales para determinar los Términos de Intercambio, existen muchos escenarios considerando las combinaciones posibles de los valores que pueden tomar el mix (de caja y acciones) y el porcentaje de aceptación que cumplan con las restricciones y condiciones definidas por Enel para ejecutar la Reorganización.

Términos de mercado e Interés Social:

Términos de mercado:

- La propuesta final de la Reorganización, ni sus términos y condiciones, particularmente en relación a precio, composición, y términos de intercambio, han sido entregados por EC a la fecha de entrega de este Informe. Por lo tanto, no es posible dar nuestra opinión respecto de ese tema en particular. Sin embargo, si la oferta final (OPA) está dentro del rango especificado entendemos que la Reorganización se estaría realizando en términos de mercado para una transacción de esta naturaleza.

Interés Social de EGC:

- Con respecto al curso normal de los negocios de la compañía, estimamos que la Reorganización tendrá un impacto mínimo o nulo. Respecto a los procesos de toma de decisiones de EGC, mientras EGC mantenga una base de accionistas minoritarios, estos procesos no se verán simplificados. Esto es particularmente cierto dado que el accionista controlador mantendrá una operación independiente de EGC, que potencialmente compite con EGC. Es cierto que la brecha de propiedad controladora de Enel disminuirá como resultado de la Reorganización, pero esto

² Asumiendo un tipo de cambio de 630 CLP/US\$

no necesariamente, en sí mismo, reduce potenciales conflictos de interés o fricciones que podrían existir hoy. Por lo tanto, estimamos que la Reorganización es neutra para EGC.

- Para los accionistas que deciden aceptar la OPA, asumiendo que esta se realiza en los rangos discutidos, y por lo tanto a términos de mercado, vemos la oportunidad para que los actuales de accionistas de EGC capturen todo el valor de su posición accionaria actual, y potencialmente un premio. Aquellos accionistas que decidan aceptar la OPA, alinearán sus intereses con los del controlador. Estimamos, por lo tanto, que la Reorganización es positiva para los accionistas.
- Algunos accionistas podrían decidir no aceptar la OPA, a pesar del riesgo de que la acción sufra algún descuento de liquidez luego de que la OPA finalice. Asumimos que estos accionistas prefieren mantenerse como accionistas directos de EGC por motivos que pueden variar: selección y foco de exposición de riesgo (i.e. generación convencional en Chile), diversificación de portfolio, y/o visiones diferentes respecto del valor del subyacente. Todas estas razones son posibles y legítimas y reflejan la preferencia de dicho accionista, habiendo tenido la opción de tomar otra decisión.
- Para los accionistas de EGC, por lo tanto, la Reorganización realizada a términos de mercado, es neutral o positiva.

En conclusión, la Reorganización contribuye, en nuestra opinión, al interés social de EGC y/o de sus accionistas. Estimamos que los efectos de dicha Reorganización son neutros o positivos, pero no perjudiciales.