

26 de octubre de 2017



Plan Elqui – Enel Generación Chile S.A.

Informe Preliminar para el Comité de Directores

VERSIÓN PRELIMINAR SUJETA A REVISIÓN

Considera información financiera al 30 de junio de 2017



Disclaimer

Este informe de valoración (el "Informe") ha sido preparado por ASSET Chile S.A ("ASSET" o "ASSET Chile") como parte de la asesoría independiente para el Comité de Directores de Enel Generación Chile S.A ("BoDC"), en el contexto del Plan Elqui. ASSET pone a disposición el presente informe al Comité (en su capacidad como tal) para el beneficio y uso exclusivo del BoDC en la evaluación de la Reorganización propuesta (tal como está definida en la sección 1 del presente informe). Este Informe no se presta para el beneficio de ninguna persona, ni puede ser utilizado ni citado para otros fines, ni confiere derechos o recursos sobre ninguna persona (incluyendo cualquier actual o futuro inversionista de Enel Generación Chile S.A ("EGC"), Enel Chile S.A ("EC"), Enel Distribución Chile S.A ("EDC") o Enel Green Power Latinoamérica ("EGPL"), o cualquiera de sus filiales) distinta al BoDC. Este material no constituye una recomendación a ningún accionista sobre como votar o actuar en la Reorganización propuesta o en cualquier asunto relacionado a ésta.

El presente Informe ha sido preparado para el BoDC para quien este material está directamente elaborado en el contexto del actual mandato y no debe ser usado o confiado para ningún otro propósito por otra persona o parte distinta que las que estén explícitamente contempladas en el acuerdo escrito con ASSET. Este informe está basado en información entregada por o en representación de EC y/o otros participantes en la Reorganización. ASSET no asume responsabilidad por investigaciones independientes o verificación de tal información (incluyendo, sin limitaciones, información de terceras partes) y ha confiado en dicha información en todos los aspectos respectivos. Dicha información incluye estimaciones y proyecciones de información financiera futura preparada o revisada con la administración de EC y/o otros participantes de la Reorganización u obtenida de fuentes públicas. ASSET ha asumido que dichas estimaciones y proyecciones han sido preparadas de manera razonable en base a reflejar de la manera más precisa posible las estimaciones y juicios de dicha administración (o con respecto a las estimaciones y proyecciones obtenidas de fuentes públicas de información que representan estimaciones razonables). Ninguna representación o garantía, expresa o implícita, se ha realizado respecto a la exactitud o completitud de dicha información y nada contenido allí, es, o debe ser confiado como una representación, tanto para el pasado, el presente o el futuro. Este material fue diseñado para su uso por personas específicas que tienen relación con el negocio de EC, EGC, EDC y EGPL. El presente Informe contiene conclusiones basadas en información económica, financiera y de mercado vigente al momento de redactar el Informe. Consecuentemente, es entendible que cualquier evento, condición o situación que ocurra luego de la entrega del presente Informe por ASSET al BoDC podría afectar la validez del presente Informe y sus conclusiones. Este Informe no pretende ser la única fuente para la evaluación, y no debe ser considerado como una recomendación respecto a ninguna transacción o materia relacionada.

ASSET no provee servicios legales, ni de cumplimiento, ni de impuestos, ni contables. Por lo tanto, cualquier juicio contenido en el presente Informe referido a materias de impuestos no fue escrito por ASSET para ser utilizado y no debe ser utilizado por cualquier contribuyente con el propósito de evadir penalidades de impuesto que pudiesen recaer en dicho contribuyente. Si cualquier persona utiliza o se refiere a cualquier juicio emitido relacionado a impuestos para promocionar o recomendar un socio a otra entidad, plan de inversión o acuerdo con cualquier contribuyente, entonces el juicio expresado en el presente Informe ha sido entregado para apoyar la promoción de dicha transacción o materia relacionada y el destinatario debiese buscar asesoría de parte de un asesor de impuestos independiente considerando sus propias circunstancias.

ASSET no emite ningún juicio en este Informe y no emitirá juicio alguno referido a estrategias alternativas a la Reorganización o diferentes estructuras que pudiesen, o no, resultar en mejores términos para cualquiera de las partes involucradas en la Reorganización.

Este Informe se efectúa como parte de un trabajo en curso, con miras a la preparación de un Informe definitivo, por lo que tiene el carácter de preliminar. El presente documento considera la información que se ha tenido a la vista hasta esta fecha, incluyendo aquella contenida en los estados financieros de la/s sociedad/es EDC, EGC, EC, EGPC y EGPL al 30 de junio de 2017. En consecuencia, la información y conclusiones contenidas en este documento están sujetas a eventuales variaciones, por lo que no deben considerarse como definitivas.

Agenda

Sección 1 : Contexto	3
1.1. Descripción de la Reorganización	4
1.2. Rol de ASSET Chile	7
Sección 2: Análisis	8
2.1. Estructura	9
2.2. Consideraciones Estratégicas	10
2.3. Valoraciones	14
2.4. Términos y Condiciones de la Reorganización	23
2.5. Ejemplo: Análisis del <i>Caso Medio</i>	29
Sección 3: Conclusiones	31

Sección 1: Contexto

1.1 Descripción de la Reorganización

Hechos Recientes

- El 3 de julio de 2017 el Directorio de Enel Chile ("EC") envió una carta a su controlador, Enel SpA ("Enel"), proponiendo una reorganización corporativa (la "Reorganización") para consolidar la participación de Enel en la industria de generación eléctrica en Chile en un solo vehículo de inversión.
- La Reorganización propuesta por el directorio de EC consiste en una Oferta Pública de Acciones (la "OPA"), pagadera en un mix de acciones y caja, de EC por las acciones de Enel Generación Chile S.A ("EGC") seguido por una fusión por absorción de los activos de Enel Green Power Latam ("EGPL") en EC. La OPA será declarada exitosa sólo si EC logra adquirir al menos un 15,02% de participación adicional de EGC.
- La Reorganización propuesta por EC describe una lista de beneficios esperados:
 1. Consolidar la participación de Enel en la industria de generación eléctrica en Chile a través de un vehículo de inversión.
 2. Simplificar la estructura corporativa.
 3. Alinear intereses entre los accionistas a través de un vehículo de inversión.
 4. Diversificar los negocios y aprovechar crecimiento orgánico.
 5. Optimizar la estructura de capital actual de EC.
 6. Mayor liquidez y capitalización bursátil de EC.
 7. Alineado con la Resolución 667.
 8. Reducir el descuento holding en EC.
- El 25 de agosto de 2017 el directorio de Enel aprobó el plan de Reorganización de las operaciones de sus filiales en Chile argumentando que la Reorganización propuesta esta en línea con el proceso de simplificación de estructura corporativa que está realizando actualmente la compañía en sus operaciones alrededor del mundo. Adicionalmente, Enel estableció una serie de condiciones mínimas que deben ser cumplidas para aprobar la Reorganización (las "Condiciones Mínimas"):
 - Todas las operaciones consideradas en la Reorganización deben ser realizadas a términos de mercado.
 - Se debe obtener un incremento del beneficio neto atribuible por acción (*earnings per share*) de EC (ver sección 2.4 para mayor detalle).
 - Enel debe mantener al final del proceso de Reorganización una participación en EC similar a la actual (equivalente al 60,6%) y no debe perder en ningún momento su condición de controlador ni superar el límite estatutario de concentración máxima accionaria equivalente a un 65%.
 - EGC debe renunciar a las limitaciones a la concentración accionaria y las demás restricciones previstas en el Título XII del D.L. 3.500 de 1980.
 - EC debe mantener al final del proceso al menos un 75% de EGC.
- El 25 de agosto de 2017 el directorio de EC anunció, a través de un Hecho Esencial, su intención de implementar la Reorganización. Adicionalmente, la Reorganización fue declarada como una operación entre partes relacionadas ("OPR") en concordancia con el Título XVI de la Ley 18.046. El 28 de agosto de 2017 el directorio de EGC anunció que tomó conocimiento de la Reorganización. El 1 de septiembre de 2017 el Comité de Directores de EGC contrató a ASSET CHILE S.A ("ASSET Chile") como su evaluador independiente de la Reorganización.

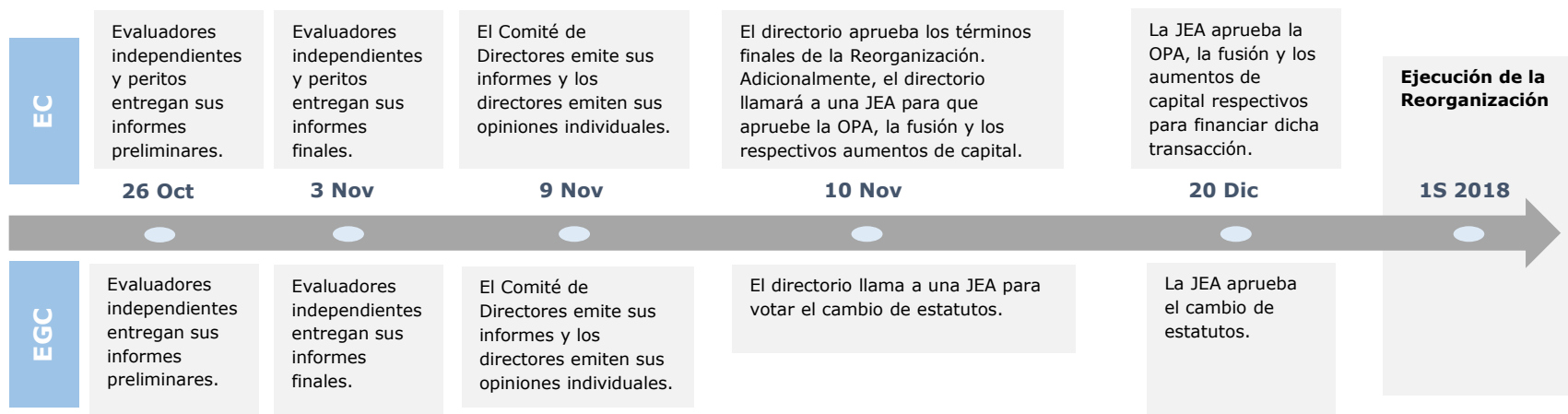
Sección 1: Contexto

1.1 Descripción de la Reorganización

Estructura de la Reorganización

- La Reorganización propone la ejecución de dos transacciones consecutivas: (i) una OPA por hasta el 100% de las acciones de EGC y (ii) una fusión por absorción de EGPL en EC. La segunda transacción sólo ocurrirá si la OPA es declarada exitosa.
 - Transacción 1 – OPA: EC realizará una OPA en 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 los siguientes acontecimientos:
 - 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 tanto para la OPA como para 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 por los estatutos de EGC.
 - La OPA será pagada utilizando un mix de caja y acciones de EC (los términos del mix aún no han sido definidos).
 - El mix de caja y acciones deberá ser definido de manera tal que Enel no diluya su posición accionaria en EC por debajo del 50,0% durante el proceso de Reorganización.
 - Para declarar la OPA exitosa, EC debe tener un mínimo de propiedad de un 75% sobre las acciones de EGC (post OPA).
 - Transacción 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.

Tiempos y plazos de la Reorganización propuesta

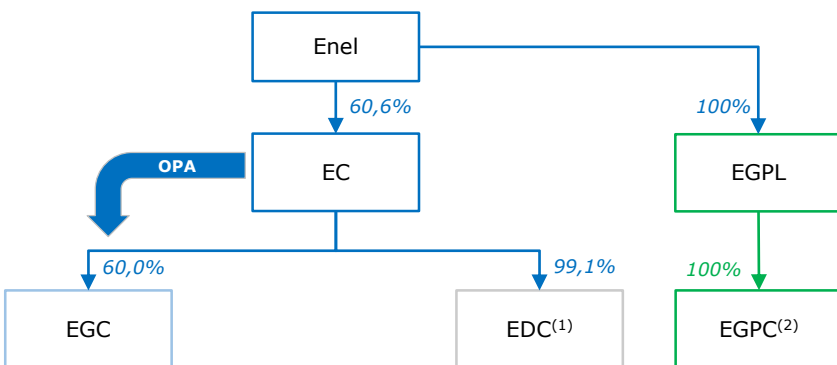


Sección 1: Contexto

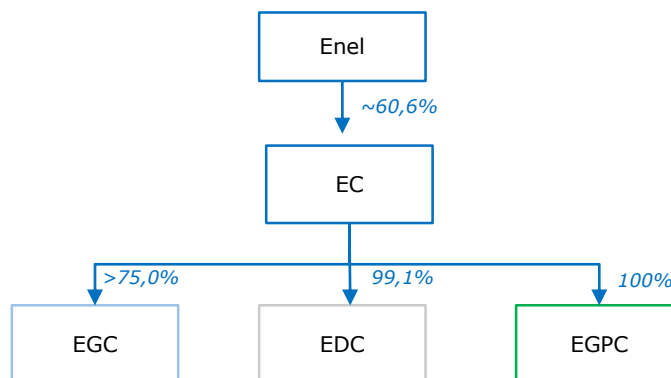
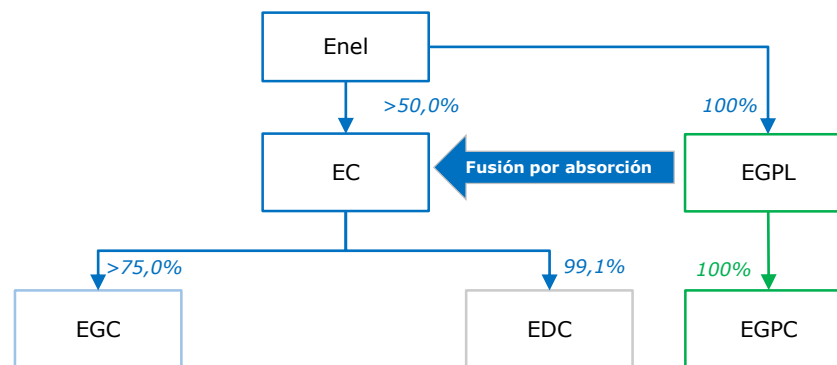
1.1 Descripción de la Reorganización

- Los siguientes gráficos describen en forma simplificada los pasos secuenciales de la Reorganización y la estructura final esperada:

Paso 1: OPA de EC por acciones de EGC



Paso 2 : Fusión por absorción de EGPL



(1) Enel Distribucion Chile S.A. ("EDC").

(2) Enel Gren Power Chile ("EGPC") tiene los vehículos operativos y los activos.

Sección 1: Contexto

1.2 Rol de ASSET Chile

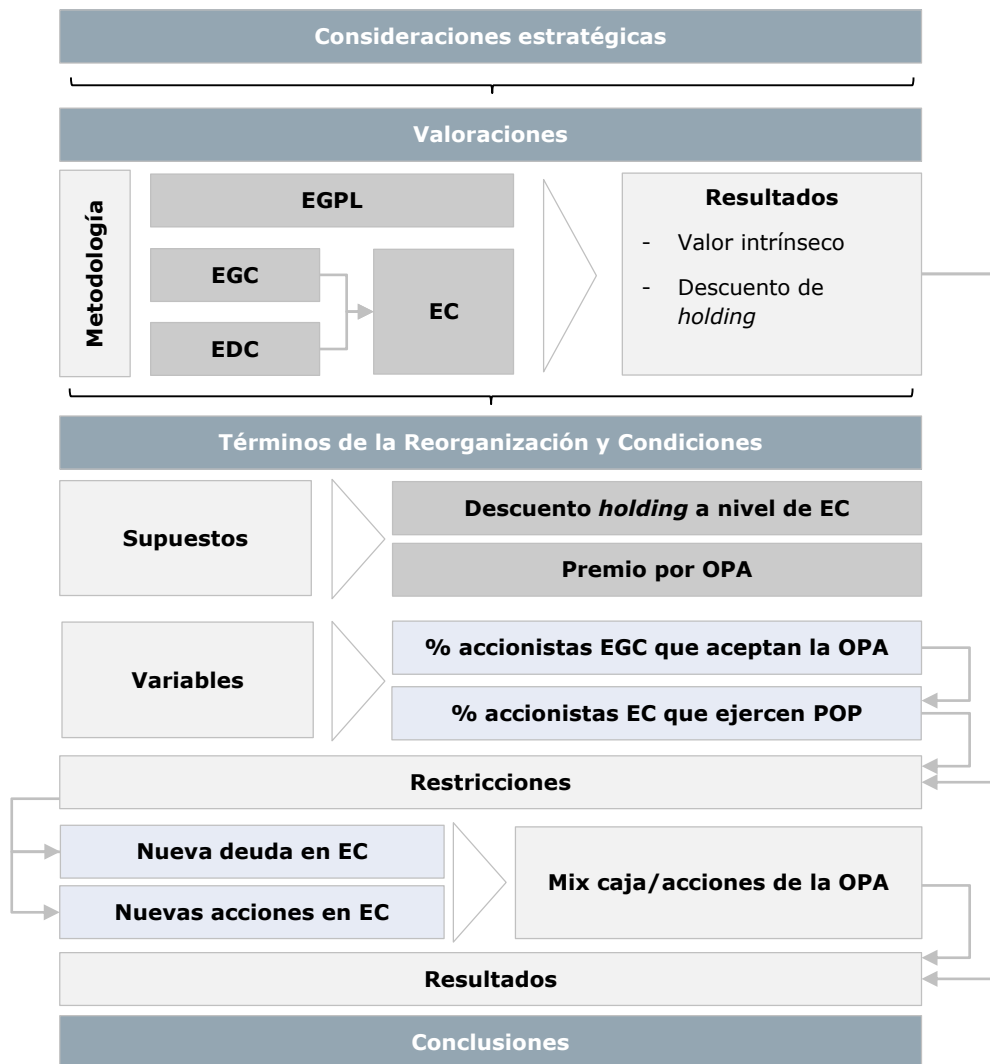
- Como fue mencionado previamente, ASSET Chile fue contratado por el Comité de Directores de EGC para actuar como evaluador independiente y para emitir un informe (el "Informe") respecto de la Reorganización. Acorde al título XVI de la Ley 18.046 el Informe debe contener la visión de ASSET Chile, sobre:
 - 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 cumplir con esta asesoría, ASSET Chile tuvo acceso a:
 - Estados Financieros Auditados de las compañías (EC, EGC y EGPL) FY 2016 y 1S 2017.
 - Formulario 20-F 2016 de EC y EGC.
 - Cifras operacionales de las compañías a través del acceso a un *Virtual Data Room*. Esta información incluía el plan de negocio de cada compañía (EC, EDC y EGPC) y las proyecciones operacionales.
 - Preguntas y Respuestas escritas ("Q&A"), tanto de ASSET Chile como de los otros evaluadores independientes involucrados en la Reorganización.
 - Reuniones con la administración de cada compañía llevadas a cabo el 26 de septiembre de 2017. Adicionalmente, ASSET Chile tuvo acceso a reuniones con los principales ejecutivos de EC.
 - Información pública y de mercado disponible.
 - Una revisión preliminar del *due diligence* legal, técnico y tributario de EGPL realizado por asesores independientes. Dicha revisión será finalizada previo al envío del Informe final.
- No se realizaron visitas a terreno.
- Consideraciones del análisis y de los entregables:
 - El proceso de Reorganización está sujeto a un estatus de "*clean hands*", que autoriza a ASSET Chile a tener reuniones con los otros evaluadores independientes involucrados en la Reorganización.
 - ASSET Chile fue extremadamente precavido con la confidencialidad de la información recibida durante el proceso de la asesoría, con el objetivo de cumplir con la Resolución 667.
 - De acuerdo a lo definido, los entregables de ASSET Chile en este proceso de Reorganización serán:
 - La entrega y presentación al Comité de Directores de un Informe preliminar (el presente Informe), el día 26 de octubre de 2017.
 - La entrega al Comité de Directores de un resumen ejecutivo del Informe preliminar, el día 26 de octubre de 2017.
 - La entrega al Comité de Directores de un Informe final, el día 03 de noviembre de 2017.
 - Otros reportes verbales o escritos que sean requeridos por el Comité de Directores de EGC entre la fecha de entrega del Informe final y la JEA.

Agenda

Sección 1 : Contexto	3
1.1. Descripción de la Reorganización	4
1.2. Rol de ASSET Chile	7
Sección 2: Análisis	8
2.1. Estructura	9
2.2. Consideraciones Estratégicas	10
2.3. Valoraciones	14
2.4. Términos y Condiciones de la Reorganización	23
2.5. Ejemplo: Análisis del <i>Caso Medio</i>	29
Sección 3: Conclusiones	31

Sección 2: Análisis

2.1 Estructura



- ASSET Chile ha estructurado el análisis en cuatro secciones: (i) Consideraciones Estratégicas, (ii) Valoraciones, (iii) Términos de la Reorganización y Condiciones, y (iv) Conclusiones.
- En la sección de Valoraciones se detallan los rangos de valor de las distintas compañías operativas: EDC, EGC y EGPL. La metodología utilizada se detalla más adelante en este documento.
- El valor de EC deriva de los activos subyacentes y es utilizado para calcular el valor neto de activos ("NAV") y el descuento de *holding* actual.
- En la sección de Términos de la Reorganización y Condiciones, se discuten las variables y supuestos que afectan la Reorganización.
- Los supuestos incluyen: (i) la valoración relativa de las compañías (ii) el descuento de *holding* y (iii) el premio por OPA a ofrecer a los actuales accionistas de EGC.
- Las variables desconocidas hasta la finalización de la OPA son: (i) el número de accionistas de EGC que aceptan la OPA (ii) el número de accionistas de EC que utilizarán su derecho de suscripción preferente ("POP").
- Todo lo anterior (supuestos y variables) afectarán tanto el número de acciones que deberán ser emitidas por EC, como el monto en caja necesario para financiar la OPA.
- El mix de caja/acciones de la OPA deberá cumplir con las Restricciones de la Reorganización. Dicho grupo de restricciones limita el universo de posibles soluciones.
- Tomando todos los elementos anteriores en consideración, es posible estimar los Términos de la Reorganización que podrían cumplir tanto con los beneficios esperados como las Restricciones de esta Reorganización.

Sección 2: Análisis

2.2 Consideraciones estratégicas (1/4)

- La Reorganización, tal como ha sido diseñada y presentada, correspondería a una decisión de carácter estratégico ya que produciría una serie de beneficios, tanto para los accionistas de EC como para EGC. Algunos de estos beneficios son meras correcciones a actuales desalineamientos entre dichos accionistas, mientras que otros podrían ser potenciales nuevas optimizaciones con miras hacia el futuro. Adicionalmente, Enel ha establecido una serie de restricciones específicas que tanto la Reorganización y su eventual ejecución deberán cumplir para declarar la operación como exitosa. Por último, la complejidad de la estructura de la transacción propuesta y los pasos necesarios para su ejecución levantan otra serie de implicancias, las cuales deben ser consideradas en el análisis.
- Esta sección aborda los supuestos beneficios, restricciones e implicancias de la Reorganización (las "Consideraciones Estratégicas"), su potencial impacto, las consideraciones que son relevantes para el análisis y nuestras conclusiones cualitativas para cada una de ellas.

Beneficios propuestos por EC

Simplificación de la estructura corporativa	Descripción	Actualmente, Enel invierte en generación de energía en Chile a través de dos subsidiarias separadas: EC para tecnologías de generación convencionales y EGPL para tecnologías renovables no convencionales ("ERNC").
	Temas/Impacto	Los accionistas minoritarios de EC no tienen acceso a la información del negocio de EGPL. Dado que las tecnologías convencionales y no convencionales son complementarias, la estructura corporativa actual produce fricciones y podría ser ineficiente.
	Consideraciones /Conclusiones	La Reorganización es, desde nuestro punto de vista, beneficiosa para Enel, pero no necesariamente para EC. Siempre y cuando exista una base de accionistas minoritarios de EGC que permanezca en la compañía, la estructura resultante no representa un beneficio necesariamente para EC ni para EGC. Si bien la Reorganización abrirá información de EGPC a los accionistas de EC y EGC, lo que debiese reducir fricciones, no elimina del todo las existentes Operaciones entre Partes Relacionadas, que debiesen extenderse en el futuro. Esto aplica para sinergias administrativas y comerciales. Sin embargo, no vemos un perjuicio para los accionistas minoritarios de EGC, en el peor de los casos el efecto es neutral.
Alineación de intereses	Descripción	Percepción de desalineamiento (conflictos) de interés entre EC y Enel. Actualmente, Enel tiene diferentes estrategias y posiciones accionarias en sus dos vehículos de generación en Chile.
	Temas/Impacto	Se espera que las ERNC continúen creciendo en el futuro, mientras que las tecnologías convencionales de generación debiesen experimentar un crecimiento menor. Los accionistas de EC tiene un sesgo hacia la generación convencional, mientras que para el controlador es totalmente lo contrario.
	Consideraciones /Conclusiones	La Reorganización efectivamente entrega a los accionistas de EC acceso y exposición al negocio renovable no convencional, y desde esa perspectiva alinea los intereses con los de su controlador. Una consideración importante es "valor": el alineamiento de intereses es importante, pero debe producirse a la valoración correcta. Para los accionistas minoritarios de EGC la Reorganización no elimina el desalineamiento de intereses, solo reduce la brecha respecto del controlador, lo que no implica que los accionistas de EGC tendrán acceso al negocio renovable no convencional (post Reorganización).

Sección 2: Análisis

2.2 Consideraciones estratégicas (2/4)

Beneficios propuestos por EC (continuación)

Diversificación de negocios y crecimiento orgánico	Descripción	EC solo invierte en generación convencional y distribución de energía eléctrica. La Reorganización permitirá a los accionistas minoritarios de EC acceder al negocio de ERNC.
	Temas/Impacto	Similar a la consideración descrita en el ítem "Alineamiento de intereses".
	Consideraciones /Conclusiones	Similar a la consideración descrita en el ítem "Alineamiento de intereses". Esto es cierto para EC, pero no necesariamente para los accionistas de EGC que no aceptan la OPA.
Optimización de la estructura de capital actual	Descripción	EC está sobre capitalizada en comparación a compañías similares en el mercado. Al 30 de junio de 2017, la compañía tiene un ratio de deuda financiera/EBITDA de aproximadamente 1,1x. De acuerdo a EC, la Reorganización debiese resultar en un incremento de la deuda de la compañía dado por: (i) deuda para financiar la porción de caja pagada por la OPA y (ii) la consolidación de la deuda de EGPC después de la fusión entre EGPL y EC.
	Temas/Impacto	La optimización de la estructura de capital es principalmente función del nivel de impuestos al que está sujeto la compañía. Es de esperarse que la nueva deuda sea ubicada a nivel de EC. Esta compañía tiene una baja tasa marginal de impuestos.
	Consideraciones /Conclusiones	No vemos creación material de valor producto de un incremento del apalancamiento de EC.
Mayor liquidez y capitalización bursátil	Descripción	Los accionistas minoritarios de EGC que acepten la OPA aumentarán el <i>free float</i> de EC. Por lo tanto, aumentarían el volumen transado del papel y, en consecuencia, su nivel de liquidez. Además, la fusión con EGPL aumentará el capitalización bursátil de EC.
	Temas/Impacto	A mayor nivel de accionistas minoritarios de EGC que acepten la OPA, mayor capitalización bursátil a nivel de EC y <i>free float</i> de la acción.
	Consideraciones /Conclusiones	Aunque sea cierto que el <i>free float</i> y la liquidez de las acciones de EC debiesen potencialmente aumentar, esta situación no debiese producir ningún impacto material en el valor de la compañía, dado que su <i>float</i> actual, su capitalización bursátil y su volumen transado son suficiente para evitar cualquier tipo de descuento de iliquidez.

Sección 2: Análisis

2.2 Consideraciones estratégicas (3/4)

Beneficios propuestos por EC (continuación)

Alineado con la Resolución 667	Descripción	La Resolución 667 es una resolución cuyo objetivo es evitar la integración vertical en el sector eléctrico. Por esta razón, EC requiere separar su negocio de generación con el de distribución eléctrica.
	Temas/Impacto	La fusión entre EC y EGPL requiere que EGPC cumpla con el mismo reglamento definido en la Resolución 667.
	Consideraciones /Conclusiones	No vemos que este hecho afecte materialmente el valor de EGPC o de EC.
Reducción del descuento holding	Descripción	De acuerdo a los analistas de mercado, EC está actualmente valorizado por los inversionistas considerando un descuento <i>holding</i> promedio de aproximadamente 10%. La Reorganización podría producir una disminución en tal descuento.
	Temas/Impacto	Teóricamente, el descuento <i>holding</i> es función de una serie de elementos entre los que se cuentan <i>holdings</i> tipo "cascadas", la influencia de accionistas minoritarios en dichas subsidiarias cascada, diversificación ineficiente de los activos subyacentes y potenciales ineficiencias en las estructuras de financiamiento. Es particularmente complejo analizar de antemano cual elemento, o conjunto de elementos, es el que produce el descuento <i>holding</i> en EC.
	Consideraciones /Conclusiones	Un alto nivel de concurrencia a la OPA de EGC podría ir en la dirección correcta en términos teóricos respecto a una eventual disminución del descuento <i>holding</i> . Sin embargo, creemos que es altamente especulativo, predecir una reducción del descuento <i>holding</i> (ver Sección 2.4).

Sección 2: Análisis

2.2 Consideraciones estratégicas (4/4)

Restricciones	Descripción	Enel declaró e impuso algunas Restricciones específicas para declarar exitosa la transacción. Estas Restricciones se refieren de manera directa e indirecta a su nivel accionario en los activos subyacentes, <i>compliance</i> financiero de las compañías resultantes y los términos de mercado.
	Temas/Impacto	<ul style="list-style-type: none"> • Todas las operaciones consideradas para la Reorganización deben ser a términos de mercado. • La Reorganización debe aumentar el beneficio neto atribuible (“EPS”) por acción de EC (ver sección 2.4). • La Reorganización no debe afectar la calidad crediticia de EC, lo que implica que el apalancamiento financiero debe estar en un rango aceptable. • Después de la Reorganización, Enel debe mantener una posición accionaria similar a la que posee actualmente (60,6%) en EC. Adicionalmente, Enel nunca debe perder el control de EC durante la Reorganización. • Después de la Reorganización, EC debe poseer al menos el 75,0% de EGC, lo que implica que los accionistas de EGC deben modificar los estatutos de la compañía referidos a la concentración accionaria y otras restricciones definidas en el Título XII del Decreto de Ley 3.500 de 1980.
	Consideraciones/Conclusiones	Creemos que estas Restricciones están dentro de lo razonable considerando la posición del controlador, y no fuerzan a los accionistas minoritarios a soluciones perjudiciales para ellos.

Otras consideraciones

Implicancias a nivel de impuestos	De acuerdo a la información preliminar entregada, no existen efectos a nivel de impuestos en la Reorganización.
Sinergias	De acuerdo a la información preliminar entregada, no vemos sinergias adicionales entre las compañías producto de la Reorganización.
Riesgos de ejecución	No vemos riesgos significativos para los accionistas de EGC en relación a aceptar la OPA y poder quedar eventualmente en una posición peor por haber aceptado dicha OPA.
Free float y liquidez de EGC	La OPA tiene como objetivo reducir la cantidad de accionistas minoritarios en EGC. Mientras más exitosa sea la OPA, peor es la posición en la que quedan los accionistas minoritarios de EGC que decidan permanecer en la compañía, dado que se quedarán en una compañía con menor liquidez, lo que posiblemente afectará el valor de las acciones.
Cambio de control en EGPL	EGPL tiene una deuda financiera con terceros locales que está sujeta a cláusulas por cambio de control. De acuerdo a la compañía, estas cláusulas no representan un riesgo significativo dada la relación que el Grupo Enel tiene con las instituciones que proveen el financiamiento.

Sección 2: Análisis

2.3 Valoraciones

Metodología

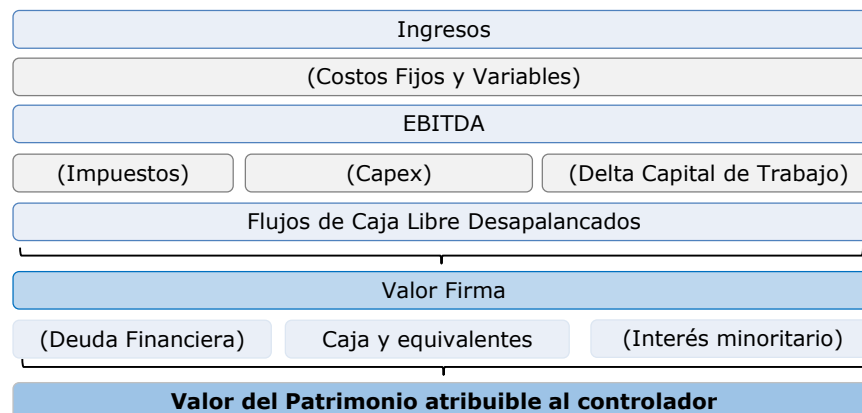
- La fecha de valoración para este Informe es el 30 de junio de 2017.
- ASSET Chile estimó el valor neto de activos ("NAV", por sus siglas en inglés) de los activos subyacentes de las compañías operativas (EGC, EDC y EGPC) utilizando diferentes metodologías y/o enfoques: (i) flujo de caja descontados ("DCF", por sus siglas en inglés), (ii) múltiplos de compañías comparables, (iii) transacciones de compañías o activos comparables, (iv) capitalización bursátil, y (v) estimaciones de analistas de mercado.
- Para la valoración por DCF, ASSET Chile basó sus modelos financieros en los planes de negocio provistos por las compañías. Tales planes de negocio incluían, entre otras cosas, proyecciones de corto y mediano plazo de ingresos, volumen de generación estimados, volúmenes de energía contratada, precio promedio de energía *spot* y de energía contratada, costos variables, márgenes brutos e inversiones de CAPEX.
- Las proyecciones fueron entregadas en las monedas que cada compañía reporta su información financiera.
- El valor terminal asumido para EGC y EGPC se basó en múltiplos EV/EBITDA, aplicados en el año 2040 y 2045, respectivamente. En el caso de EDC, ASSET Chile utilizó la metodología de *Key Driver Value* (sugerida por los ejecutivos de EDC), considerando un RONIC igual a la tasa de descuento de activos ("WACC", por sus siglas en inglés) utilizada para descontar los flujos de caja de la compañía.
- Las compañías comparables para EGC incluyeron principalmente compañías que cotizan en Chile. En el caso de EDC y de EGPC, se incluyeron compañías de otras regiones. Las transacciones comparables fueron utilizadas para EGPC. Por último, para EDC y EGC, la capitalización bursátil de los últimos doce meses fue utilizada como referencia.
- Los betas se obtuvieron a partir de compañías comparables para cada compañía.

(1) La tasa de descuento para EGP es nominal, denominada en US\$.

(2) La tasa de descuento para EGC y EDC son nominales y denominadas en CLP.

(3) Premio por riesgo país, al 20 de Octubre, 2017. Fuente: Thompson Reuters.

Construcción del modelo DCF



Tasas de Descuento

	EGPC ⁽¹⁾	EGC ⁽²⁾	EDC ⁽²⁾
Tasa libre de riesgo	2,52%	3,25%	3,25%
Premio por riesgo país ⁽³⁾	1,84%	1,84%	1,84%
Beta desapalancado	0,63	0,65	0,58
Premio por riesgo de mercado	6,0%	6,0%	6,0%
Ke: costo de capital del patrimonio	9,6%	9,7%	9,4%
Kd: costos de deuda antes de impuestos	5%	4,5%	4,5%
Tasa de impuestos	27%	27%	27%
Kd: costos de deuda después de impuestos	3,7%	3,3%	3,3%
D/(D+E)	35%	20%	25%
WACC	7,5%	8,4%	7,9%

Sección 2: Análisis

2.3 Valoración – Enel Green Power Latin America

Descripción

- En los últimos años, EGPC ha logrado posicionarse como la mayor y más diversificada compañía ERNC en Chile, con una participación de mercado de aproximadamente 30% en términos de capacidad instalada. Actualmente, la compañía posee 1.187 MW de capacidad instalada en activos operativos solares fotovoltaicos, eólicos, geotérmicos e hidroeléctricos. EGPC también cuenta con un diversificado *pipeline* de proyectos por 1.135 MW.
- EGPC vende la mayor parte de su energía a través de contratos de largo plazo. A junio de 2017, la energía contratada de EGPC fue aproximadamente 94% de su generación anual neta. Aproximadamente dos tercios de la energía contratada es vendida directamente a EGC.
- El plan de negocios, junto con la información complementaria entregada por EGPC, considera principalmente tres pilares de crecimiento:
 - Eficiencias operacionales y sinergias en la operación actual.
 - Desarrollo de nueva capacidad de generación.
 - PPAs por producción, evitando la exposición al mercado spot.
- ASSET Chile revisó en detalle el plan de negocios, con especial foco en la proyección de precios de energía, los supuestos de contratación, las perspectivas de crecimiento y otras materias que se estiman son importantes para llevar a cabo la valoración.
- De esta manera, ASSET Chile utilizó como base el plan de negocios entregado por la compañía y realizó un análisis separado para incorporar el efecto de ciertas consideraciones que se discuten a continuación.

Consideraciones DCF (1/2)

- **Estrategia Comercial:** como fue explicado en las presentaciones de la administración, EGPC ha seguido una estrategia de crecimiento en la cual la compañía solo construye proyectos para los cuales haya conseguido un contrato de venta de energía de largo plazo. De esta forma, el plan de negocios considera que EGPC es capaz de asegurar la venta de energía a través de contratos (PPA) por producción. Adicionalmente, el plan de negocios asume que EGPC conseguirá contratos de energía a un precio tal que, en promedio, no está necesariamente relacionado con el precio spot esperado. ASSET Chile es de la opinión que este supuesto es optimista.

En primer lugar, el plan de negocios de EGC asume la consecución de contratos de energía a un precio similar al precio spot promedio anual. Por lo tanto, para ser consistentes con este supuesto, ASSET Chile analizó un escenario alternativo en que los precios de energía contratados para los activos de EGPC son a niveles de precios similares al spot.

Segundo, si los contratos firmados por EGPC son por producción, es razonable asumir un precio con descuento. Se puede encontrar evidencia de este descuento en el acuerdo firmado entre EGC y EGPC durante la última licitación de energía llevada a cabo por las distribuidoras en 2016, en la cual el precio de EGPC fue aproximadamente 2/3 del ofertado por EGC. De esta forma, hemos incorporado una modificación al plan de negocios teniendo en cuenta que EGPC sigue una estrategia de contratación concordante con la de EGC, y con un 10% de descuento sobre ese precio.
- **Desarrollo del *pipeline* de proyectos:** de acuerdo a EGPC, el portafolio de proyectos en desarrollo es dividido en dos categorías: corto plazo (417 MW) y mediano plazo (414 MW). ASSET Chile realizó un análisis de sensibilidad respecto la exitosa ejecución de una o ambas categorías de proyectos.

Sección 2: Análisis

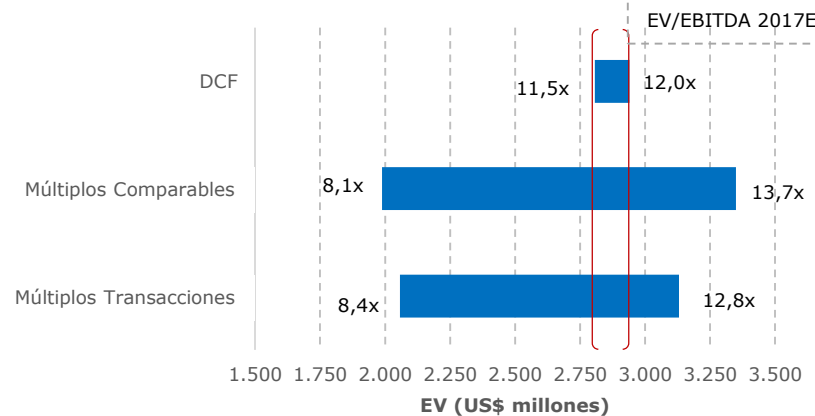
2.3 Valoración – Enel Green Power Latin America

Consideraciones DCF (2/2)

- **Posiciones minoritarias:** EGPL posee una serie de participaciones minoritarias en otras subsidiarias de EGP a lo largo de Latinoamérica. De acuerdo a la información entregada, aquellas posiciones serán enajenadas o divididas previo a la Reorganización. Por lo tanto, no fueron incluidas en la valoración.
- **Litigios:** durante 2017, EGPC ha estado involucrado en una demanda con la compañía minera Arbiado por los derechos de uso de los terrenos en donde se ubica el parque eólico Taltal. De acuerdo a la compañía, basados en opiniones legales, no existen contingencias derivadas de esta demanda, por lo que no se consideraron eventuales desembolsos en la valoración de EGPL.
- **Contratos de energía entre EGPC y EGC:** se espera que las ventas de energía de EGPC a EGC alcancen 3,7 TWh por año, de los cuales la mayoría serían PPAs por producción. De acuerdo a la evidencia mostrada por EGC a ASSET Chile, los contratos firmados por ambas compañías en el pasado fueron a niveles de precio inferiores a los exhibidos por el mercado al momento de la firma. Las diferencias de precio se podrían explicar por el riesgo al que está expuesto EGC al comprometerse a comprar energía bajo PPAs por producción y la relativa larga duración de dichos contratos. Estos PPAs fueron firmados siguiendo el procedimiento estándar de transacciones entre partes relacionadas.
- ASSET Chile ha sopesado e incluido las consideraciones anteriores en su análisis de valor, y sus resultados se muestran a la derecha.

(1) Actualmente, EGPC es una compañía de responsabilidad limitada, y de acuerdo a Enel, será transformada en una "Sociedad Anónima" previo a la reorganización, con 827.205.371 acciones.

Valoración



- Tanto los múltiplos de empresas comparables como los múltiplos de transacciones recientes muestran una alta dispersión, la cual puede ser explicada por compañías con diferentes perspectivas de crecimiento y "yield companies". La mediana de las transacciones comparables es 10,4x, mientras que las compañías comparables tienen un múltiplo de 11,4x.
- El DCF considera una reducción de precio de 10% para proyectos de corto plazo y no se está asignando valor a los proyectos de mediano plazo. Este escenario de valor es consistente con la mediana de los múltiplos observados.
- Con todo, ASSET Chile cree que el Valor Firma de EGPL se encuentra entre US\$ 2.802 millones y US\$ 2.941 millones (entre 1,09x y 1,14x veces el valor libro de sus activos, US\$ 2.570 millones).
- Asumiendo una deuda financiera neta de US\$ 1.175 millones y deduciendo participaciones no controladoras, **el valor del patrimonio de EGPL podría estar entre US\$ 1.575 millones y US\$ 1.707 millones** (equivalente a un rango de precio por acción de 1,9 a 2,06)⁽¹⁾.

Sección 2: Análisis

2.3 Valoración – Enel Generación Chile

Descripción

- EGC posee y opera un portafolio de diversas tecnologías con más de 25 plantas eléctricas con una capacidad instalada de 6,3 GW.
- El portafolio de proyectos de EGC incluye un proyecto en construcción (una planta hidroeléctrica de 150 MW, Los Cóndores) y algunos proyectos, principalmente relacionados a la conversión de sus plantas de ciclo abierto en plantas de ciclo cerrado y sistemas de almacenaje de energía a través de baterías.
- La compañía espera que su EBITDA crezca sustentado en eficiencias operacionales, una mejor hidrología, capacidad adicional, y otros supuestos.
- El plan de negocios a 5 años de EGC (y sus subsidiaras) muestran que la compañía continuará generando un robusto y estable flujo de caja operacional y que no se esperan mayores cambios en su operación o en su estructura de capital. Además, las proyecciones entregadas por EGC no consideran capacidad adicional (distinta a la que aportaría el proyecto Los Cóndores), ni ningún ingreso o costo distinto al usual.
- ASSET Chile revisó en detalle el plan de negocios, con especial foco en la proyección de precios de energía, los supuestos de contratación, las perspectivas de crecimiento y otras materias que se cree son importantes para llevar a cabo la valoración.
- De esta manera, ASSET Chile utilizó como base el plan de negocios entregado por la compañía y levantó ciertos temas (“Consideraciones”) las cuales fueron discutidas en detalle con la administración de la compañía. Estas consideraciones son presentadas en esta sección.

Consideraciones DCF (1/2)

- **Estrategia de contratación:** de acuerdo a EGC, la compañía venderá su energía no contratada al precio promedio spot anual vigente. Esto significa que la compañía actuará como un tomador de precios, sugiriendo la inexistencia de una estrategia comercial. El efecto de este supuesto es particularmente relevante durante los próximos 10 años, cuando se espera que el precio de energía sea especialmente bajo antes de que comience a recuperarse.

Considerando que EGC tiene uno de los portafolios de generación mas diversificados y eficientes en Chile y que cuenta con una vasta capacidad comercial, debiese ser capaz de conseguir contratos a un precio similar al precio *spot* promedio esperado para los próximos 5 o 10 años. Esto es equivalente a asumir un precio de contratación superior a aquel propuesto por EGC, particularmente en el corto y mediano plazo. Dicho supuesto, a pesar de ser especulativo, puede afectar positivamente el valor de EGC.

No hemos incorporado en nuestro análisis una “curva de precio de contratación”. Sin embargo, hemos considerado un caso base consistente con la tasa de descuento y el escenario base utilizado en la valoración de EGPC.

- **Plantas a Carbón:** de acuerdo a EGC, las plantas termoeléctricas en base a carbón continuarán operando y no se espera que sean cerradas. En línea con el anuncio realizado por Enel en 2015, en donde la compañía declaró que eliminaría gradualmente sus inversiones en carbón, ASSET Chile es de la opinión que existe un riesgo asociado a no realizar el *overhaul* de sus centrales Bocamina, y que, por lo tanto, estas serían apagadas posterior a la expiración de su vida útil.
- Creemos que el supuesto anterior tiene un efecto neutro en valor dada las expectativas de precio, el importante requerimiento de CAPEX que debiese incurrirse y la lejanía en plazo que tendrían estas inversiones.

Sección 2: Análisis

2.3 Valoración – Enel Generación Chile

Consideraciones DCF (2/2)

- **Los Cóndores:** el proyecto en construcción ha experimentado retrasos y sobrecostos significativos. Se espera que la compañía destine importantes recursos antes de que el proyecto entre en operación. La evaluación realizada por ASSET Chile considera para este proyecto un VPN cercano a cero o posiblemente negativo. De acuerdo a EGC, la compañía está determinada a finalizar la construcción del proyecto.

ASSET Chile asume que la compañía posee mejor información respecto a la rentabilidad del proyecto y que, por lo tanto, considera que el efecto en valor de abandonar respecto continuar con el proyecto es neutro.

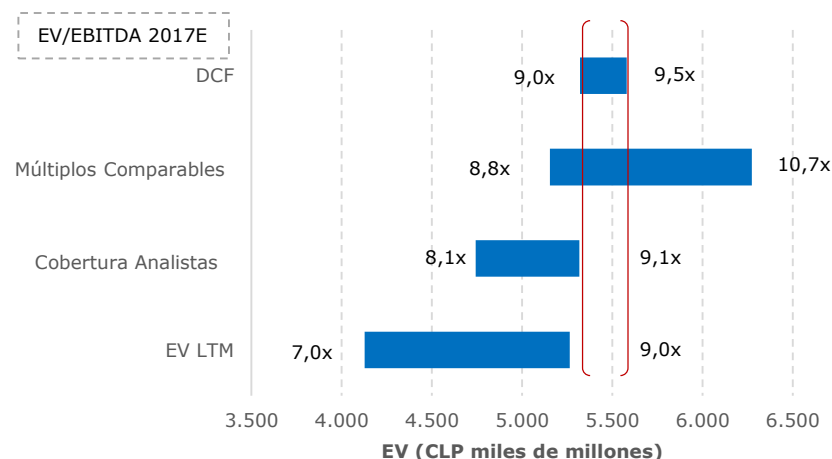
- **Servicios Complementarios:** de acuerdo a EGC, no se espera una nueva regulación que, a través de remunerar los servicios complementarios entregados al sistema, beneficien a EGC en el futuro.

Dada la irrupción de energías intermitentes, el sistema necesitará cada vez más de servicios complementarios que provean seguridad al sistema eléctrico. Actualmente, estos servicios son provistos por la capacidad existente y, probablemente, se mantenga así por varios años. Sin embargo, existe consenso en la industria de que deberá implementarse una nueva regulación que justifique una provisión eficiente de estos servicios, con el objetivo de fomentar nueva capacidad capaz de estabilizar las redes en el futuro. Dicha nueva regulación probablemente incluya un adecuado/mejor esquema de remuneración a estos servicios complementarios.

ASSET Chile cree que la visión de EGC en esta materia es conservadora y que existe una probabilidad de que EGC se pueda beneficiar de la provisión de servicios complementarios en el futuro. Es también probable que el pago por servicios complementarios beneficie exclusivamente a nuevas plantas de generación.

- ASSET Chile ha sopesado estas consideraciones y ha determinado que su impacto es neutro o positivo. Sin embargo, estima que intentar realizar un análisis cuantitativo de este impacto es especulativo y por lo tanto el DCF no incluye flujos asociados a las Consideraciones.

Valoración



- En los últimos meses, los analistas que siguen EGC han estimado un múltiplo EV/EBITDA entre 8,1x y 9,1x. Esto equivale al rango alto de capitalización de mercado observado en los últimos 12 meses (antes del anuncio de Reorganización). Por su parte, los comparables de EGC tienen, en promedio, un múltiplo mayor, lo que podría estar explicado por las limitadas perspectivas de crecimiento de EGC.
- Con todo, ASSET Chile estima que el Valor Firma se encuentra en el rango de CLP 5.316 miles de millones y CLP 5.585 miles de millones.
- Asumiendo una deuda financiera neta de CLP 806 miles de millones, y deduciendo participaciones no controladoras, **el valor del patrimonio de EGC estaría en el rango entre CLP 4.435 miles de millones y CLP 4.693 miles de millones** (equivalente a un rango de precio por acción de CLP 541 – CLP 572).

Sección 2: Análisis

2.3 Valoración – Enel Distribución S.A.

Descripción

- EDC es una de las compañías de distribución eléctrica más grandes de Chile, con más de 1,85 millones de clientes. La compañía posee una concesión de 2.105 km² y suministra más de 15 TWh/año de energía a clientes residenciales e industriales en 33 comunas de la Región Metropolitana. EDC también participa en el negocio de transmisión de energía eléctrica.
- EDC posee una base diversificada de clientes lo que respalda su potencial de crecimiento en el negocio no regulado.
- EDC posee una Base de Activos Regulados (“BAR”) de US\$ 868,5 millones y US\$ 1.450 millones en activos de transmisión y distribución eléctrica, respectivamente⁽¹⁾.
- El plan de negocios entregado por la administración de la compañía considera para el EBITDA dos *drivers* de largo plazo:
 - Plan de eficiencias de Opex y mejoras de proceso.
 - Crecimiento de Servicios de Valor Agregado (“SVA”).
- ASSET Chile revisó en detalle el plan de negocios, con especial foco en la base de activos, la evolución de la estructura de costos, los SVA y su proyección, las perspectivas de crecimiento de largo plazo y otras materias que se cree son importantes para llevar a cabo la valoración.
- En particular, ASSET Chile considera importante tener en cuenta ciertas consideraciones respecto de las proyecciones de largo plazo de EDC, más allá de 2022.

Consideraciones

- **Variables claves para el crecimiento de largo plazo.** Dado que una parte importante del valor del DCF es explicado por el valor terminal, es especialmente importante analizar los fundamentos del crecimiento de largo plazo que están detrás del cálculo del valor terminal⁽²⁾. Futuros cambios en cualquiera de estas variables podría afectar considerablemente el valor de EDC.
 - Aumento de la demanda por energía de largo plazo explicado por un contexto de menores precios de energía. Creemos que esta visión es especulativa, dado que la penetración de generadores, paneles solares de auto-generación instalados en los techos de las casas, y una creciente penetración de aplicaciones de uso eficiente de energía y sistemas de alumbrado podría potencialmente sopesar este efecto, manteniendo el crecimiento del consumo energético a sus tasas de crecimiento orgánico.
 - Cambios en la regulación que puedan afectar la rentabilidad de EDC. La administración de la compañía es neutral respecto variables claves en términos de regulación como (i) la tasa de retorno permitida, (ii) la base de activos a considerar en el cálculo de la tarifa regulada y (iii) mayores requerimientos regulatorios en términos de calidad de servicio y modernización. ASSET Chile no realizó ningún supuesto sobre estas materias por considerarlo especulativo.
 - Desarrollo de negocios no-regulados. Es también especulativo estimar la tasa de crecimiento de los SVA y cuán exitoso podría ser EDC en introducir dichos negocios. Por lo tanto, se asumió que en el largo plazo las nuevas inversiones tienen un retorno similar a las inversiones actuales⁽³⁾.

(1): De acuerdo al proceso de revisión tarifaria llevado a cabo por la CNE en los años 2013 y 2014, respectivamente.

(2): El método de “Key Driver Value” fue utilizado para calcular el valor terminal.

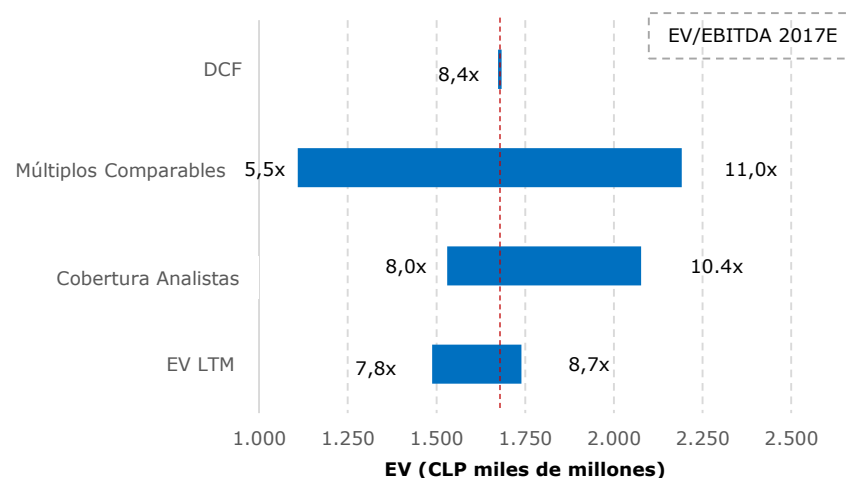
(3): El supuesto implícito es que el WACC es igual al RONIC (retorno sobre nuevas inversiones) cuando se calcula el valor terminal a través de la fórmula Key Driver Value.

Sección 2: Análisis

2.3 Valoración – Enel Distribución S.A.

Valoración

- Adicionalmente al DCF, ASSET Chile utilizó tres enfoques de valoración complementarios:
 - Múltiplos de empresas comparables: los múltiplos de estas empresas muestran una alta dispersión, lo cual puede ser explicado principalmente por estructuras de negocio disimiles y por ser compañías expuestas a distintos tipos de regulación.
 - Cobertura de analistas: dado que no existen analistas siguiendo EDC, los múltiplos de “analistas” fueron estimados indirectamente utilizando estudios de EGC y EC.
 - Capitalización de mercado histórica de EDC en los últimos 12 meses.
- Con todo, ASSET Chile cree que la mejor estimación del valor de EDC es la obtenida a través de la metodología *DCF* basado en el plan de negocios de la compañía y los supuestos de valor terminal realizados por ASSET Chile.
- Dado lo anterior, para efectos de este análisis, ASSET Chile utilizará la valoración de CLP 1.673 miles de millones del Valor Firma de EDC, un valor del patrimonio de CLP 1.539 miles de millones ⁽¹⁾ y un precio por acción de CLP 1.337, en lugar de utilizar un rango de valores.**
- El valor de mercado actual de la compañía⁽²⁾ implica un 7% de descuento respecto el VPN de EDC. Las acciones de EDC tienen un bajo volumen promedio de transacciones (ADTV de US\$ 2.500) lo cual sustentaría la idea de un descuento de mercado sobre el precio de la acción.



(1): La deuda financiera neta considera (i) deuda financiera con Enel Chile y otros prestamos de corto plazo y (ii) cuentas por cobrar financieras y efectivo y equivalente (CLP 129 mil millones).

(2): Al 23 de octubre de 2017.

Sección 2: Análisis

2.3 Valoración – Enel Chile S.A.

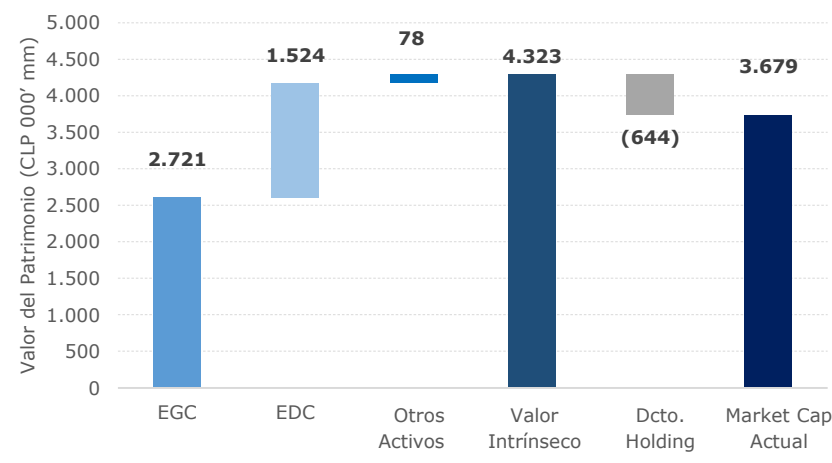
Descripción

- EC es la compañía *holding* de EGC y EDC.
- Posee un 91,1% de EDC y un 59,98% de EGC. Esta compañía no tiene activos operacionales, sin embargo posee ingresos provienen de servicios entregados a sus subsidiarias y a través de inversiones financieras y préstamos otorgados a otras compañías pertenecientes al grupo Enel.
- El gráfico a la derecha muestra el valor estimado de EC basado en una valoración intrínseca (usando valores esperados) del patrimonio de los activos subyacentes. El valor intrínseco de EC en EGC y EDC, ajustado por su porcentaje de participación, son de CLP 2.721 miles de millones y CLP 1.524 miles de millones, respectivamente.
- En dicho escenario, la valoración por suma-de-las-partes (“SDLP”) de EC es CLP 4.323 miles de millones (incluyendo la caja de EC), mientras que EC tiene un valor bursátil de CLP 3.679 miles de millones (cifras al 20 de octubre de 2017). Lo anterior significa que EC transa actualmente con un descuento de 14,9% sobre su NAV⁽¹⁾. El valor del descuento *holding* en este caso es de CLP 644 miles de millones. Las razones de dicho descuento holding serán analizadas en mayor detalle en la sección 2.4.
- El descuento *holding* sobre EC que se obtiene de la valoración por SDLP es un poco mayor (pero dentro del rango) que el descuento histórico que el mercado le aplica a las acciones de EC. El gráfico a la derecha muestra que el descuento holding histórico de EC durante los últimos 12 meses tiene un valor promedio de 10%.
- Para efectos de este Informe, y con el objetivo de evaluar los términos de la Reorganización que se explican posteriormente, ASSET Chile asumirá un 10% de descuento holding sobre EC.**

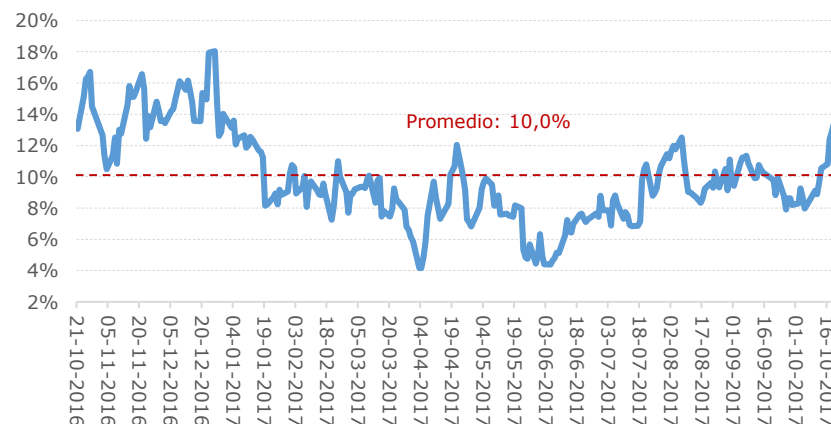
(1): Fuente: Capital IQ, 20 de octubre de 2017.

(2): Calculado utilizando el valor de mercado de EC, EGC y EDC.

Valoración - SDLP



Descuento Holding TTM⁽²⁾



Sección 2: Análisis

2.3 Valoración

Resumen

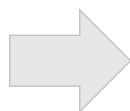
- La tabla mostrada a continuación contiene el resumen de las valoraciones realizadas por ASSET Chile.

	EGC (CLP miles de millones)			EDC (CLP miles de millones)	EGPL (US\$ millones)		
	Bajo	Medio	Alto	Medio	Bajo	Medio	Alto
Valor compañía	5.316	5.421	5.585	1.673	2.802	2.868	2.941
Valor patrimonio	4.435	4.535	4.693	1.539	1.574	1.636	1.707
EV/EBITDA 2017E	9,0x	9,2x	9,5x	8,4x	11,5x	11,7x	12,0x
Precio de la acción	541	553	572	1.337	1,90	1,98	2,06

- Como fue mencionado anteriormente, la valoración de EC se realizó utilizando la metodología SOTP y asumiendo un descuento *holding* de 10%, de acuerdo al descuento promedio mostrado en los últimos 12 meses (en la próxima sección se desarrolla una discusión sobre el descuento *holding*).

- Así, el precio de la acción de EC (pre-Reorganización) es de:

- Rango bajo: CLP 78,2
- Rango medio: CLP 79,3
- Rango alto: CLP 81,0



Acciones de EC por 1 acción de:	Bajo	Medio	Alto
EGC	6,9	7,0	7,1
EGPL⁽¹⁾	15,3	15,7	16,0

- Los Términos de Intercambio a ser usados en la Reorganización son discutidos en la Sección 2.4 – “Términos de Intercambio”. De manera ilustrativa, la tabla muestra los términos de intercambio resultantes en forma directa de nuestra valoración. Estos términos de intercambio no reflejan los efectos que ciertos supuestos y ciertas variables de la Reorganización tendrán en los Términos de Intercambio de la Reorganización. Estos supuestos y variables son discutidos en las próximas páginas. **Por lo tanto, los términos de intercambio mostrados arriba deben ser tratados sólo como referenciales y no tienen la intención de, ni deben ser usados para calcular los Términos de Intercambio de la Reorganización.**

⁽¹⁾ Asumiendo un tipo de cambio de 630 CLP/US\$

Sección 2: Análisis

2.4 Términos de la Reorganización

Introducción

- Obtener la valoración relativa entre el NAV y el valor de mercado de las compañías involucradas en la Reorganización es sólo el primer paso del análisis de los términos bajo los cuales la Reorganización debería materializarse. Dada la complejidad de la Reorganización y de los potenciales efectos que podría tener en los accionistas de las compañías involucradas, será necesario analizar los términos de la Reorganización en un contexto más amplio.
- Como fue explicado en detalle en la Sección 1, a pesar de que la Reorganización es propuesta en dos pasos secuenciales (OPA y luego fusión por absorción), desde la perspectiva de cualquier accionista deberá ser entendida como una única transacción entre las partes involucradas.
- Una de las conclusiones más relevantes que emana de lo señalado anteriormente, es el hecho de que la OPA sobre las acciones de EGC debería considerar el intercambio de acciones con una compañía ya fusionada. Lo anterior porque cualquier accionista minoritario de EGC sería invitado a intercambiar sus acciones de EGC por acciones de EC sabiendo que EC estará sujeta a una fusión con EGPL inmediatamente después.
- Por lo tanto, es importante analizar los impactos de los términos y supuestos de la Reorganización como un todo para todos los accionistas, considerando especialmente los efectos dilutivos asociados. Esto incluye, entre otros:
 1. El premio ofrecido en la OPA.
 2. El supuesto de descuento *holding* post Reorganización.
 3. El mix de caja y acciones que se ofrecerán en la OPA y cómo se financiará.

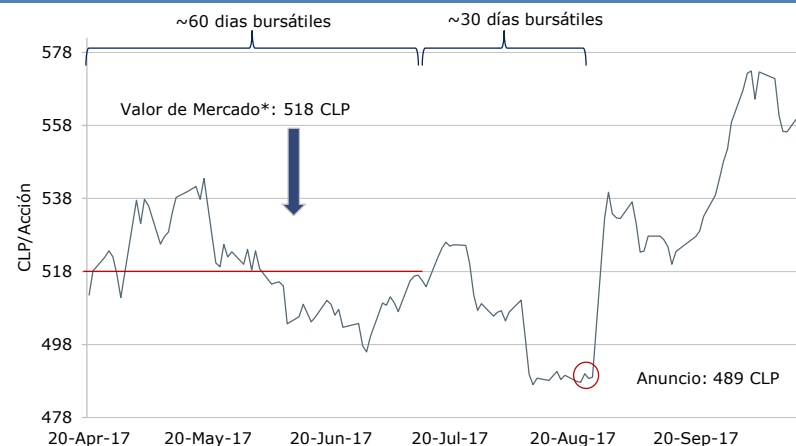
Sección 2: Análisis

2.4 Términos de la Reorganización

Premio de la OPA

- Una práctica común de las compañías que lanzan OPAs es incluir un premio por sobre el precio de mercado de la acción objetivo. Dicho premio tiene como posible objetivo incentivar a los accionistas minoritarios a aceptar la oferta, y/o reconocer y compartir parte del valor destrabado o creado por la transacción, y que sería capturado por la parte compradora.
- La magnitud del premio a ofrecer en una OPA dependerá de una serie de razones, incluyendo si la oferta busca que el oferente obtenga control sobre la compañía cuyos accionistas reciben la oferta.
- “Precio de Mercado” en una OPA, de acuerdo al Título XXV de la Ley de Mercado de Valores (ley 18.045), corresponde al promedio ponderado (por volumen de transacción) del precio entre el 90° y el 30° día bursátil previo al día de lanzamiento de la OPA.
- El Precio de Mercado de EGC previo al anuncio de la Reorganización era de aproximadamente 518 CLP/acción, valor que es bastante cercano a la mediana del valor estimado por los analistas para EGC sin incluir el efecto de la Reorganización.
- El análisis histórico, detallado en el cuadro de la derecha, muestra que para OPAs no controladoras en Chile en los últimos 8 años, el promedio del premio es de 15,6% y la mediana es de 14,0%.
- El precio actual de la acción de EGC es 571,8 CLP (al cierre del 20 de octubre de 2017). Esto es un 10% mayor que el Precio de Mercado. Se podría asumir que el mercado ajustó el precio para reflejar el premio y por lo tanto asumir que 10% es el premio esperado. También se podría asumir que sólo una fracción del premio ha sido incorporado por el mercado hoy.
- Dado lo anterior, **ASSET Chile estima que la OPA debería considerar un precio por acción de entre CLP 570 y CLP 590 (premio por OPA de 10% a 14%)**. El precio mínimo de la OPA sugiere un múltiplo EV/EBITDA 2017e de EGC de 9,5x, un 17% de premio sobre el precio al día del anuncio, un 10% sobre el Valor de Mercado y un 3% de premio sobre el valor esperado por DCF de EGC.

“Precio de Mercado”



Evidencia de Premios de OPA (Chile)

OPAs no controladoras

Fecha	Oferente	Compañía	Premio
22-05-2017	GEN	Agunsa	26,4%
11-12-2016	GEN	Portuaria Cabo Froward	10,0%
27-12-2015	ILC	AFP Habitat	6,6%
14-12-2014	Quiñenco	Invexans	29,9%
05-11-2013	Grupo Paz	Paz Corp	0,0%
21-01-2011	Agrosuper	Sopraval	33,9%
31-08-2010	Casa Saba	Farmacias Ahumada	18,0%
22-03-2010	ILC	AFP Habitat	0,0%
Promedio			15,6%
Mediana			14,0%

Sección 2: Análisis

2.4 Términos de la Reorganización

Descuento de *Holding*

- De acuerdo al resultado de nuestras valoraciones, actualmente EC transa a descuento respecto de su NAV. Este descuento puede ser atribuido a por lo menos dos efectos: (i) un pequeño descuento por iliquidez de la acción de EDC, y en mayor proporción (ii) debido a que EC es una compañía *holding*. Existe vasta literatura y estudio respecto de las razones para explicar este descuento en ciertas estructura societarias⁽¹⁾. Algunas e las razones que detallan son las siguientes:
 - Costos administrativos generales.
 - Ralentización en la toma de decisiones, producto de las jerarquías.
 - Costos de agencia e ineficiencias en la distribución de recursos (“*tunneling*”).
 - Diversificación forzada para el inversionista de portfolio promedio.
- Igualmente, algunos estudios mencionan algunos beneficios de contar con este tipo de estructuras, entre las cuales se mencionan:
 - Optimización en el manejo de la caja.
 - Optimización tributaria.
 - Reporte centralizado.
 - Sinergias operacionales.
- En cualquier caso, la literatura supone que en la mayoría de los casos, los costos superan lo beneficios.
- Uno de lo beneficios esperados de la Reorganización es la creencia de que el descuento *holding* disminuiría o incluso podría desaparecer posterior a la Reorganización. **La visión de ASSET Chile es que asumir que el descuento de holding varíe como efecto de la Reorganización es posible, aunque especulativo. Por tanto ASSET Chile estima que tal supuesto no debiese ser usado para el calculo de los Términos de la Reorganización.**
- Las principales razones para hacer tal supuesto son las siguientes:
 - Primero, ninguna de las razones listadas anteriormente cambia significativamente luego de la Reorganización.
 - EC mantiene esencialmente los mismos costos administrativos.
 - La dinámica de la toma de decisiones no debería cambiar, a no ser que EC controle EGC en un 100%.
 - La Reorganización no propone nuevas prácticas de gobierno corporativo.
 - EC incluirá en su portfolio una nueva clase de activos: una filial 100% renovable.
 - Segundo, asumir cualquier reducción en el descuento de *holding* en EC para el cálculo de los Términos de la Reorganización, solo pone en riesgo a los accionistas de EC y EGPC.
 - Si los Términos de la Reorganización son calculados asumiendo que el descuento en EC disminuirá o desaparecerá luego de la operación, como parte de la Reorganización EC tendrá que ofrecer una menor cantidad de acciones a los accionista minoritarios de EGC y a los accionistas de EGPL.
 - Luego, si el descuento de *holding* de EC prevalece o no disminuye como era esperado (es decir, aún existe), tanto los accionistas minoritarios de EGC como los accionistas de EGPL se verán afectados negativamente.
 - De la misma manera, si los Términos de la Reorganización asumen que el descuento de *holding* luego de la operación se mantiene al mismo nivel actual, y ex-post disminuye, (o desaparece), todos los accionistas, incluyendo los actuales accionistas de EC, se verán beneficiados.

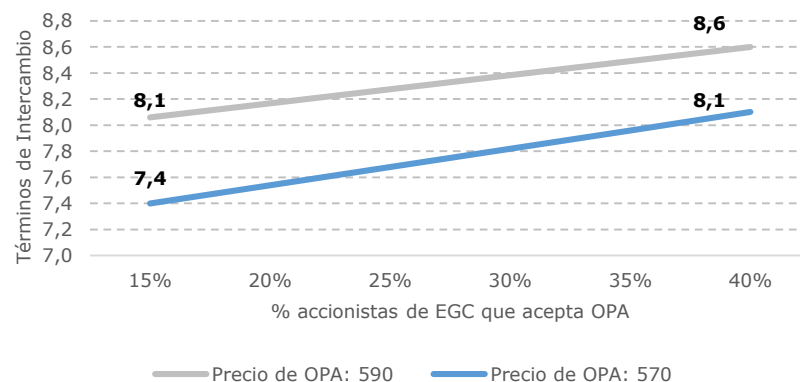
(1) Ver por ejemplo: *Holding Discounts and Business Groups Optimal Bailout of Subsidiaries*, Dec 2011. Fernando Lefort and Rodrigo Gonzalez.

Sección 2: Análisis

2.4 Términos de la Reorganización

Términos de Intercambio

- Durante la OPA, a los accionistas minoritarios de EGC se les ofrecerá un mix de caja y acciones de EC.
 - El Término de intercambio ("Término de Intercambio") reflejará una relación de cuantas acciones de EC post-Reorganización deberá recibir el accionista de EGC por sus acciones.
- Los términos de intercambio son principalmente una función de la valoración relativa de las compañías (ver Sección 2.3). Sin embargo, en este caso, otras consideraciones deben ser incorporadas: dependiendo en los supuestos realizados sobre el descuento holding y el premio de la OPA, el Término de Intercambio de acciones de EC por una acción de EGC (y también por una acción de EGPL) variará.
- Esto es consecuencia de la dilución que ocurre en el precio de las acciones de EC dada la cantidad de acciones extras que deberá emitir para financiar el premio (en caso de existir) y el descuento holding al momento de intercambiar las acciones (tanto con EGPL como con EGC).
- La dilución afecta el precio de la acción de EC post-Reorganización. En consecuencia, afecta los Términos de Intercambio de la Reorganización.
- Adicionalmente, el porcentaje de aceptación de la OPA, y el mix de caja/acciones también podrían impactar en el Término de Intercambio, pero en menor medida.
- El número de minoritarios de EGC que acepten la OPA también podría afectar el término de intercambio: mientras más accionistas minoritarios acepten la OPA, más acciones EC tendrá que ofrecer y, por lo tanto, mayor será la potencial dilución en el precio de las acciones de EC.
- Para efectos ilustrativos, asumiendo que el mix de la OPA será 100% en acciones, el Término de Intercambio estará entre **7,4 y 8,6** (acciones de EC post-Reorganización por una acción de EGC).
 - Para calcular este Término de Intercambio, hemos utilizado todo el rango de valoración presentado en la Sección 2.3 de este documento, un 10% de descuento holding y rango del precio de la OPA entre CLP 570 y CLP 590.



- El Término de Intercambio de las acciones de EC post-Reorganización por las acciones de EGPL está entre 15,3 y 18,0 y situándose en el rango medio de las valoraciones el rango está entre 16,4 y 16,8.
- El descuento holding utilizado para calcular los Términos de Intercambio presentados anteriormente asume que el descuento holding histórico permanecerá constante en términos porcentuales. Bajo el supuesto que el descuento holding permanecerá constante en términos absolutos (magnitud en dólares), el término de intercambio varía a un rango de 7,1 a 7,9 (en vez de 7,4 a 8,6).
- Todo lo mencionado anteriormente asume que la valoración de las compañías involucradas están dentro de los rangos mencionados en la Sección 2.3.
- Una postura 100% conservadora (para los accionistas de EGC y EGPL), evitando cualquier especulación respecto del descuento de holding final y/o el porcentaje de aceptación de la OPA en EGC y asumiendo los rangos altos de valoración, sería ubicarse en la parte alta de los rangos de los Términos de Intercambio descritos arriba.

Sección 2: Análisis

2.4 Términos de la Reorganización

Mix de la OPA (1/2)

- Según ha sido informado a los evaluadores, EC planea financiar el pago de la OPA a través de una combinación de caja y acciones. Dadas las Restricciones impuestas por EC para la Reorganización, las posibles combinaciones de caja y acciones que EC podrá ofrecer en la OPA son relativamente acotadas. Las Restricciones y sus efectos son explicados a continuación:
 - **Limite estatutario:** luego de la Reorganización, Enel espera mantener una posición accionaria en EC que sea similar a la actual y en ningún caso podrá superar el 65,0% de control sobre la compañía. Dado que en la fusión Enel aumentará su posición accionaria en EC, la OPA debe diluirlo.
 - **Dilución:** Enel ha manifestado como condición que debe mantener control durante toda la Reorganización. Dependiendo de como es ejecutada la Reorganización, esto podría poner un límite a la dilución posible de Enel en EC y por tanto en la proporción de acciones a ofrecer como parte de pago en la OPA.
 - **Incremento en el beneficio neto por acción (EPS acreeitive):** la Reorganización deberá aumentar el beneficio neto por acción (promedio de los próximos 5 años). La emisión de muchas acciones durante la OPA y/o la fusión con EGPL podría afectar el cumplimiento de esta condición.
 - **Calidad crediticia:** EC espera mantener su calidad crediticia post Reorganización. Esto impone un límite a la cantidad de deuda financiera que EC puede emitir para financiar la porción de caja del mix de la OPA. Según ha sido informado por los ejecutivos de EC, una razón de deuda neta sobre EBITDA en el rango entre 2,0x y 2,5x sería aceptable por las agencias de rating.
- Para calcular una combinación razonable que cumpla con las condiciones mencionadas anteriormente y que no vaya en detrimento de los accionistas de EGC, será necesario hacer ciertos supuestos en relación a las siguientes variables:
 - **El porcentaje de accionistas de EGC que acepten la OPA:** de acuerdo a las Restricciones, el nivel mínimo para considerar exitosa la OPA sería que un 15,02% de accionistas minoritario de EGC acepten la oferta. Sin embargo, el porcentaje de accionistas minoritarios de EGC que podrían aceptar están en el rango entre 15%-40%. Por tanto, es imposible saber con certeza, ex-ante, el número de nuevas acciones de EC emitidas luego de la OPA. Esto implica que la posición accionaria post-OPA y pre-fusión es desconocida.
 - **El porcentaje de accionistas minoritarios de EC que ejercerán su derecho preferente durante el POP producto del aumento de capital para financiar la OPA:** Los accionistas de EC tendrán derecho a ejercer su derecho preferente ante el aumento de capital para financiar la OPA. Si es que muchos accionistas de EC ejercen su derecho, entonces (i) Enel se diluirá en mayor medida, (ii) el beneficio neto por acción post-Reorganización podría verse afectado, y (iii) la cantidad de deuda a emitir para financiar la porción de caja de la OPA sería menor. De acuerdo a la información provista, EC espera que una porción muy baja o casi nula de accionistas minoritario de EC ejerzan su derecho.
 - **La preferencia de los actuales accionistas minoritarios de EGC:** la preferencia por un mix u otro variará entre los diferentes tipos de inversionistas. Sin embargo, ASSET Chile estima que la preferencia, en términos generales, es a un mayor porcentaje de caja por sobre acciones.
 - **Deuda a nivel de EC:** como fue mencionado, una razón deuda neta sobre EBITDA máxima entre 2,0x-2,5x es aceptable para EC. El monto final (y las condiciones) de tal deuda serán relevantes no solo para cumplir con la condición de endeudamiento, si no también para evitar afectar el beneficio por acción de EC post-Reorganización.

Sección 2: Análisis

2.4 Términos de la Reorganización

Miix de la OPA (2/2)

- El resultado final de (i) el número de accionistas minoritarios de EGC que aceptan la OPA y (ii) el porcentaje de accionistas minoritarios de EC que ejercerán su POP, solo será conocido posterior a que la OPA finalice.
 - Por lo tanto, es sumamente relevante que el mix de la OPA sea lo suficientemente flexible para que la Reorganización tenga alta probabilidad de éxito.
- El mix de caja y acciones que maximiza la probabilidad de éxito varía dependiendo el escenario analizado. Los escenarios son construidos fijando las valoraciones relativas entre los valores de EGC y EGPL, el descuento holding y el premio en la OPA (o el precio de la OPA por las acciones de EGC).
- Con fines ilustrativos, analizamos tres escenarios diferentes para determinar el mix de la OPA que maximiza la probabilidad de cumplir con las Restricciones ("Mix Óptimo de la OPA"), considerando los siguientes supuestos comunes para los tres escenarios:
 - Un descuento holding del 10% utilizado para estimar los términos de intercambio.
 - Ningún accionista minoritario de EC ejerce su POP para suscribir acciones en el aumento de capital para financiar la OPA.
 - La nueva deuda es asumida considerando un costo de 4% en USD y EC también utiliza US\$ 100 millones de su caja disponible para financiar la OPA.
- La siguiente tabla detalla los supuestos que definen los tres casos analizados y el resultado respecto del Mix Óptimo de la OPA en cada uno de ellos:

Supuesto	Caso 1	Caso 2 (Caso Medio)	Caso 3
Precio de la OPA (CLP/acción)	570	580	590
Rango de Valoración para EGC	Bajo	Medio	Alto
Rango de Valoración para EGPL	Alto	Medio	Bajo
Mix Óptimo de la OPA	29% acciones	36% acciones	35% acciones

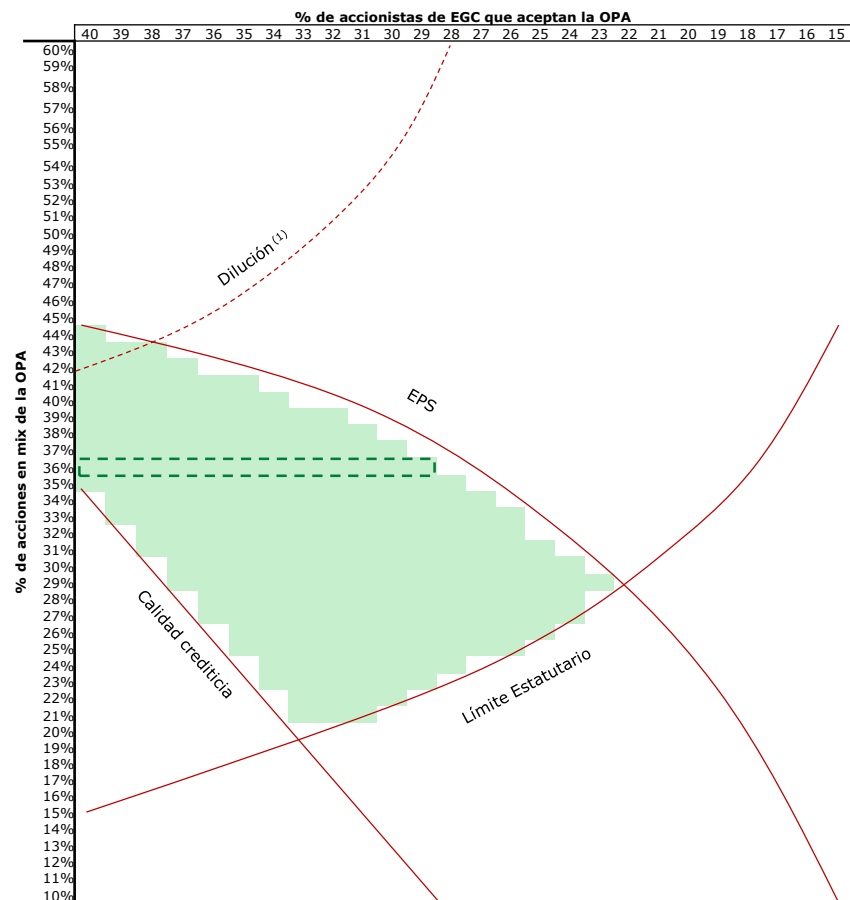
- En la próxima sección se analiza, a modo de ejemplo, el Caso 2 (*Caso Medio*) respecto del universo de posibles combinaciones de mix de la OPA y la posición accionaria post-Reorganización para cada caso de aceptación de la OPA.

Sección 2: Análisis

2.5 Ejemplo: Análisis del *Caso Medio*

Resultados

- Los resultados para el Caso Medio son los siguientes:
 - Bajo este escenario, el Término de Intercambio considerando un mix de 100% acciones de EC por acciones de EGC está entre un 7,7 y 8,1.
 - Un mix de la OPA de 36% de acciones implica que el accionista de EGC recibirá el 64% del precio de la OPA en caja y el resto en acciones de EC. El escenario Caso Medio asume un precio en la OPA de CLP 580, por lo tanto:
 - CLP 371,2 son pagados en caja.
 - CLP 208,8 son pagados con acciones de EC.
 - Asumiendo que bajo el escenario Caso Medio 35% de los accionistas minoritarios de EGC aceptan la OPA:
 - El precio de la acción de EC Post-Reorganización debiese ser: CLP 74,3.
 - El Término de Intercambio debiese ser 2,81x
- A continuación se verifica el cumplimiento de las Restricciones bajo el escenario analizado:
 - Posición final de Enel en EC: 61,4%
 - Beneficio neto atribuible por acción (EPS): +0,6%.
 - Nivel de apalancamiento de EC: 2,32.
- El accionista minoritario de EGC que acepte la OPA tendrá un 11,4% de la propiedad de EC-Post Reorganización.



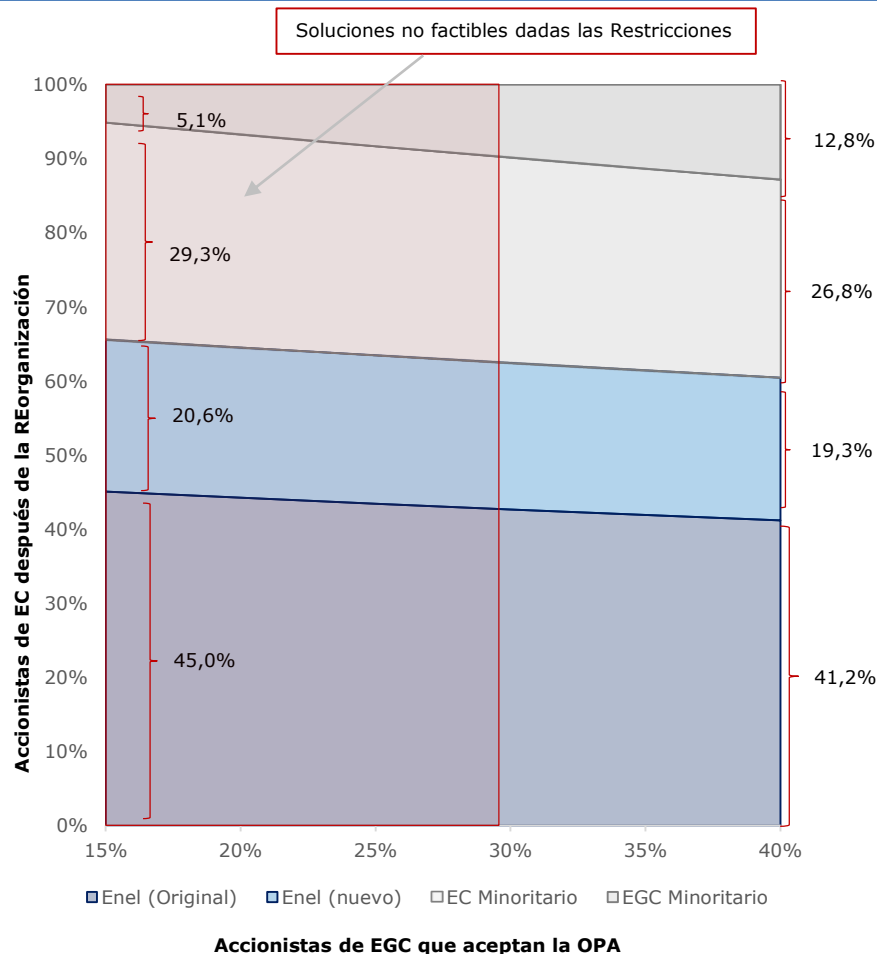
⁽¹⁾ La Restricción de limitación de dilución de Enel en EC referida a que nunca el controlador puede bajar del 50% del total de acciones es mostrada por la línea discontinua. Asumiendo que la Reorganización es ejecutada de una forma en que simultáneamente EC transfiere sus acciones a los accionistas minoritarios de EGC y a los accionistas de EGP (es decir, Enel), esta condición no aplica.

Sección 2: Análisis

2.5 Ejemplo: Análisis del *Caso Medio*

Accionistas de EC Post-Reorganización

- De acuerdo a los supuestos y resultados presentados en el análisis del Caso Medio, es posible estimar la base final de accionistas de EC Post-Reorganización que cumplen con las Restricciones.
- El gráfico de la derecha muestra la posición accionaria final de los accionistas actuales (accionistas originales de Enel, accionistas minoritarios de EC) y los nuevos accionistas de EC (nuevos accionistas de Enel, accionistas minoritarios de EGC).
- El área sombreada muestra los escenarios no factibles dadas las Restricciones activas en el escenario Caso Medio. Considerando solo soluciones factibles, los resultados son los siguientes:
 - Beneficio neto atribuible por acción: definido como el promedio de las utilidades por acción de EC durante el período 2018 - 2022. Considerando el Caso Medio, un 36% de acciones en el mix de la OPA, y dependiendo del porcentaje de accionistas minoritarios de EGC que acepten la OPA, la Reorganización aumenta el beneficio neto para EC en el rango de 0,0% - 1,34% comparado con el escenario pre-Reorganización.
 - Adicionalmente, la Reorganización debe cumplir con el deuda financiera neta sobre EBITDA máximo de 2,5x post-Reorganización. Dado que el monto del caja que se ofrecerá en el mix de la OPA será financiada principalmente con deuda a nivel de EC, mientras más accionistas de EGC acepten la OPA, más deuda debe tomar EC. Los resultados para el Caso Medio dan que el nivel del ratio deuda financiera neta sobre EBITDA estará entre 2,2x y 2,5x. Por lo tanto, cumple con la restricción requerida por la administración de EC
 - Enel quedará con una posición accionaria entre un 60,4% y 62,4% de EC.
 - Los accionistas minoritarios que acepten la OPA tendrán una posición accionaria entre un 10% y un 12,8% de EC, dependiendo en el el porcentaje de accionistas que decidan aceptar la OPA.



Agenda

Sección 1 : Contexto

1.1. Descripción de la Reorganización 4

1.2. Rol de ASSET Chile 7

Sección 2: Análisis de valoración 8

2.1. Estructura 9

2.2. Consideraciones Estratégicas 10

2.3. Valoraciones 14

2.4. Términos y Condiciones de la Reorganización 23

2.5. Ejemplo: Análisis del *Caso Medio* 29

Sección 3: Conclusiones 31

Sección 3: Conclusiones

Términos de Mercado e Interés Social

- Como fue señalado anteriormente, y de acuerdo a la ley de Mercado de Valores, este Informe incluye la opinión independiente de ASSET Chile respecto de: (i) si la transacción propuesta se realizó bajo términos de mercado, y (ii) si la transacción propuesta, en lo que respecta a EGC, contribuye al interés social.
- Lo anterior es consecuencia de que la Reorganización ha sido declarada, y por tanto tratada por los Directores de EC y EGC, como una operación entre partes relacionadas (EGPC, en ausencia de accionistas minoritarios no requiere hacer tal declaración). Mientras que la Reorganización afecta directamente a EC y EGPC, los efectos sobre EGC son mas sutiles e indirectos. La Reorganización impacta directamente a los accionistas de EGC, pero no necesariamente el negocio de la compañía.
- En base a lo señalado arriba, y en referencia a las opiniones que debemos emitir en este Informe, ASSET Chile estima lo siguiente:
- Términos de Mercado
 - La propuesta final (OPA), 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 en este Informe (ver Sección 2.4), 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, 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 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 EGX 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.

ASSET Chile

www.assetchile.com

Tel: (56 2) 2796 3700

Rosario Norte 615, Oficina 2003

Edificio Mistral

Las Condes, Santiago

Chile