

Proyecto Elqui

26 de octubre de 2017

Informe preliminar al Directorio de Enel Chile S.A.

Información importante

- LarrainVial Servicios Profesionales Limitada (“**LarrainVial**”) fue contratado por Enel Chile S.A. (“**Enel Chile**”) para actuar como asesor financiero del Directorio de la compañía (el “**Directorio**”) con respecto a la Transacción Propuesta (según dicho término se define más adelante). El alcance de esta asesoría es equivalente a lo contemplado en la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas en su artículo 147, referido a evaluadores independientes
- Este informe fue preparado en idioma español, cualquier traducción a otro idioma es meramente referencial y, por tanto, la versión en español debe primar para todos los efectos
- Este informe fue preparado para ser usado exclusivamente por el Directorio y Enel Chile como parte de su análisis de las operaciones que conforman la Transacción Propuesta y no debe ser utilizado para otro propósito sin el consentimiento previo y por escrito de LarrainVial. Adicionalmente, este informe debe ser leído en su conjunto, cualquier difusión o distribución parcial del mismo debe ser previamente autorizada por LarrainVial
- Para la elaboración del presente informe, LarrainVial se ha basado en información entregada por Enel Chile, Enel Generación Chile (“**Enel Gx**”), Enel Green Power Latin America Limitada (“**EGP Latam**”) y sus respectivos asesores, además de información pública, respecto de las cuales LarrainVial no puede garantizar, de manera directa o indirecta, su exactitud, precisión, autenticidad, validez o integridad. Asimismo, LarrainVial ha confiado que las estimaciones, proyecciones y pronósticos recibidos han sido preparados de buena fe por parte de la respectiva administración, asesor o experto. De esta manera, LarrainVial no asume responsabilidad alguna respecto de la información revisada ni por las conclusiones que puedan derivarse de cualquier error o inexactitud de dicha información
- El análisis y las conclusiones del presente informe constituyen el mejor parecer u opinión de LarrainVial a esta fecha en relación a la Transacción Propuesta en base a la información que se tuvo disponible. Estas conclusiones se basan en condiciones de mercado, condiciones financieras, contingencia económica y regulación vigente a la fecha del presente informe, entendiéndose que podrían ocurrir eventos, acontecimientos o situaciones futuras que modificasen las conclusiones aquí expuestas. LarrainVial no asume la obligación de revisar o actualizar este informe, ni de comunicar las variaciones que pudiesen surgir a partir de nuevos antecedentes
- LarrainVial está actuando como asesor financiero del Directorio y no ha asumido un compromiso u obligación alguna de prestar servicios legal, contable, o tributario, ni de realizar un proceso de *due diligence* de las compañías objeto de la Transacción Propuesta. El contenido de este informe no debe ser considerado como una asesoría legal, contable ni tributaria. Cualquier referencia, directa o indirecta, a aspectos legales, contables o tributarios debe ser entendido como un análisis general en el contexto del análisis financiero realizado por LarrainVial

Contenido

- I. Resumen Ejecutivo
- II. Descripción de la Transacción Propuesta
- III. Análisis de las razones estratégicas de la Transacción Propuesta
- IV. Análisis y consideraciones de los rangos de valorización
- V. Conclusiones

Anexos

- I. Antecedentes de mercado
- II. Parámetros de valorización
- III. Otras transacciones relevantes

Capítulo I

Resumen ejecutivo

Resumen ejecutivo

Rol de evaluador independiente	<ul style="list-style-type: none"> ■ LarrainVial Servicios Profesionales Ltda (“LarrainVial”) ha sido contratado por Enel Chile para asistir a su Directorio y actuar como evaluador independiente en la Transacción Propuesta ■ El presente informe considera una descripción de la Transacción Propuesta y un análisis de los efectos y potenciales impactos para Enel Chile, incluyendo si esta contribuye o no al interés social de la compañía ■ A solicitud de Enel Chile, el presente informe incluye una valorización de Enel Chile, Enel Gx y EGP Latam, junto con una estimación de las condiciones de la transacción descrita a continuación para que esta contribuya al interés social de Enel Chile y esté en línea con los requerimientos de su accionista controlador
Antecedentes y descripción de la transacción	<ul style="list-style-type: none"> ■ Con fecha 3 de julio de 2017, Enel Chile propone a Enel SpA (“Enel”) una reorganización societaria (la “Transacción Propuesta”) que consiste en que Enel Chile incorpore, a través de una fusión por absorción con EGP Latam, los activos de generación de energía renovable no convencional que esta posee en Chile (la “Fusión”). La propuesta condiciona dicha fusión a declarar exitosa una Oferta Pública de Adquisición de Acciones mixta, esto es, en dinero y en acciones, de Enel Chile por hasta el 100% de Enel Gx (la “OPA”)¹. La condición de éxito de la OPA se cumpliría si Enel Chile logra alcanzar un porcentaje de control mayor al 75% del capital accionario de Enel Gx ■ Con fecha 25 de agosto de 2017, Enel acoge favorablemente la propuesta incorporando a esta algunas condiciones a la misma, como que la transacción incremente el beneficio neto atribuible por acción de Enel Chile y que Enel SpA mantenga un porcentaje de propiedad en Enel Chile similar a la actual, entre otras ■ Enel Chile informó además que la operación, que contempla las dos etapas antes mencionadas que conforman una única operación integral, se someterá a las normas establecidas en Chile que rigen a las operaciones entre partes relacionadas
Conclusiones	<ul style="list-style-type: none"> ■ De acuerdo a los antecedentes recibidos y los análisis realizados, la Transacción Propuesta, en los términos que se describen en este informe, contribuye al interés social de Enel Chile y cumple con los requerimientos de Enel ■ Los rendimientos de los precios por acción de Enel Chile y de Enel Gx desde el anuncio de la Transacción Propuesta a la fecha, que han estado por sobre los comparables locales y por sobre o en línea con el mercado local, son indicadores que confirman la visión positiva del mercado respecto a la reorganización societaria ■ Los rangos de precios y los rangos de relación de canje estimados para la Transacción Propuesta son los siguientes: <ul style="list-style-type: none"> ■ Precio de la OPA: entre CLP 531 y CLP 583 por acción de Enel Gx ■ Precio de Enel Chile (OPA y Fusión): entre CLP 79 y CLP 85 por acción de Enel Chile ■ Relación de canje de la OPA: entre 6,46 y 7,09 acciones de Enel Chile por cada acción de Enel Gx² ■ % de caja de la OPA: entre 59,0% y 64,8% determinado por el precio de la OPA ■ Precio de EGP Latam: entre USD 1.622 millones y USD 1.865 millones ■ Relación de canje de la Fusión: entre 15,03 y 17,28 acciones de Enel Chile por cada acción de EGP Latam² ■ El resultado de la OPA es incierto. Sin embargo, es razonable suponer que el porcentaje de propiedad final que obtenga Enel Chile de Enel Gx será mayor (o menor), dependiendo de si los valores finales de la Fusión y la OPA son más (o menos) favorables para los accionistas minoritarios de Enel Gx ■ Considerando resultados fijos de OPA, existen diferentes combinaciones de precios de las compañías (y por lo tanto de relaciones de canje) en las que Enel Chile y sus accionistas obtienen resultados equivalentes en términos de incremento beneficio neto por acción (“EPS”) promedio para el periodo 2018–2022 en comparación al escenario actual ■ Mientras mayor sea el porcentaje de caja a utilizar en la OPA, mayor es el beneficio en términos de EPS de Enel Chile. A su vez, mientras mayor sea el precio de la OPA, menor es el porcentaje de caja permitido en la OPA

¹ Al 26 de octubre de 2017, la estructura de la OPA no ha sido definida aún por Enel Chile. Considerando las respuestas de la Superintendencia de Valores y Seguros y de la Superintendencia de Pensiones divulgadas por Enel Chile mediante Hechos Esenciales de fechas 13 y 24 de octubre de 2017, se espera que esta operación sea pagadera íntegramente en caja y que parte de ese dinero será requerido para que los mismos vendedores en la OPA suscriban acciones de primera emisión de Enel Chile

² Valor implícito de Enel Chile de CLP 82,3 por acción

Capítulo II

Descripción de la Transacción Propuesta

Antecedentes

- Con fecha 3 de julio de 2017, Enel Chile envía a Enel una propuesta de reorganización societaria consistente en que Enel Chile incorpore, a través de una fusión por absorción con EGP Latam, los activos de generación de energía renovable no convencional que esta posee en Chile. La propuesta condiciona dicha fusión a declarar exitosa una Oferta Pública de Adquisición de Acciones mixta, esto es, en dinero y en acciones, de Enel Chile por hasta el 100% de Enel Gx. La condición de éxito de la OPA se cumpliría si Enel Chile logra alcanzar un porcentaje de control mayor al 75% del capital accionario de Enel Gx
 - En esta propuesta Enel Chile establece que el propósito de la Transacción Propuesta es consolidar un vehículo que potencie al máximo su estrategia *Open Power*, en la que las energías renovables tienen una alta prioridad
 - Adicionalmente, Enel Chile establece que la OPA por hasta el 100% de Enel Gx busca (i) que la participación de Enel en Enel Chile, no supere el límite máximo estatutario situado en 65% y (ii) alcanzar una optimización del flujo de caja y de la estructura financiera de capital de Enel Chile, incrementando el beneficio neto atribuible por acción
 - Esta propuesta fue remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros (“SVS”) el día 4 de julio de 2017 en calidad de Hecho Esencial Reservado, por tanto ni los accionistas de Enel Chile, ni el mercado en general tuvieron conocimiento de dicha comunicación sino hasta el 25 de agosto de 2017, según se explica a continuación
- Con fecha 25 de agosto de 2017, Enel Chile comunicó a todos los accionistas y al mercado en general, a través de un Hecho Esencial que, habiendo recibido una favorable acogida a la Transacción Propuesta por parte de su accionista controlador por unanimidad de sus miembros del Directorio, iniciaría todos los trabajos, análisis y pasos conducentes a la ejecución del proyecto de reorganización societaria
 - En esta comunicación, Enel Chile dio a conocer la carta enviada por Enel en la que establece que la Transacción Propuesta está en línea con algunos de sus objetivos estratégicos tales como la simplificación de la estructura de accionistas minoritarios en Chile y el consiguiente alineamiento de intereses. Adicionalmente, Enel indica que las condiciones mínimas que debería cumplir la Transacción Propuesta para que tenga su respaldo serían las siguientes:
 1. Que la operación se lleve a cabo en términos de mercado, considerando al efecto las perspectivas de crecimiento de las energías renovables en Chile
 2. Que se obtenga un incremento del beneficio neto atribuible por acción de Enel Chile
 3. Que Enel mantenga al final del proceso una participación accionarial en Enel Chile similar a la actual y, sin perder en ningún momento su condición de controlador, dentro del límite estatutario de concentración máxima accionaria situado en 65%
 4. Que, tras el proceso, Enel Gx deje de estar sujeta al Título XII del D.L. 3.500 de 1980, quedando eliminadas de sus estatutos las limitaciones a la concentración accionaria y demás restricciones previstas en el mismo
 - La Transacción Propuesta contempla dos etapas que conforman la operación integral:
 1. OPA mixta¹, en dinero y acciones, por parte de Enel Chile por las acciones de Enel Gx, a ser declarada exitosa sujeta a ciertas condiciones descritas más adelante
 2. Fusión de EGP Latam con Enel Chile, considerando su nueva base de accionistas resultante de la OPA recién descrita
 - Adicionalmente, Enel Chile establece que someterá toda la operación descrita a las normas establecidas en Chile que rigen a las operaciones entre partes relacionadas. Es por esto que Enel Chile, Enel Gx y EGP Latam, y sus respectivos Directorios y Comités de Directores en el caso de Enel Chile y Enel Gx, contrataron a evaluadores independientes y peritos para efectos de estudiar la Transacción Propuesta

¹ Al 26 de octubre de 2017, la estructura de la OPA no ha sido definida aún por Enel Chile. Considerando las respuestas de la Superintendencia de Valores y Seguros y de la Superintendencia de Pensiones divulgadas por Enel Chile mediante Hechos Esenciales de fechas 13 y 24 de octubre de 2017, se espera que esta operación sea pagadera íntegramente en caja y que parte de ese dinero será requerido para que los mismos vendedores en la OPA suscriban acciones de primera emisión de Enel Chile

Alcance del trabajo de LarrainVial e información disponible

Alcance del trabajo de LarrainVial

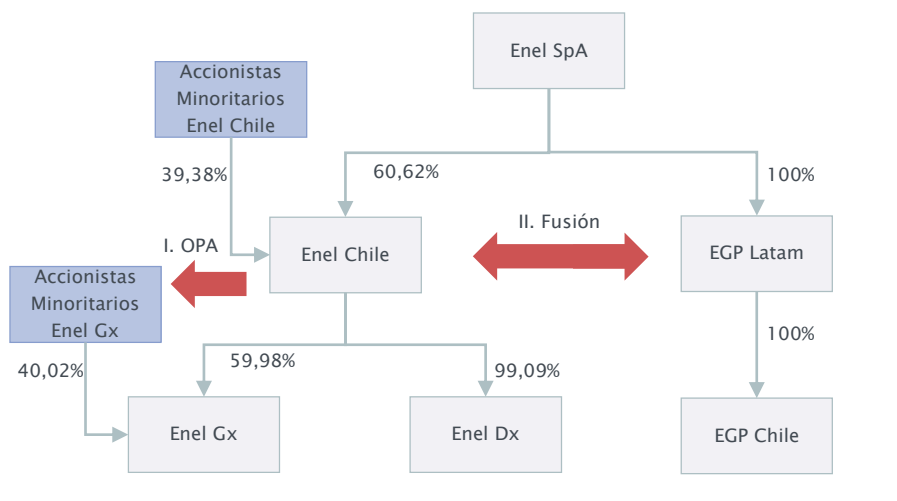
- LarrainVial fue contratado como evaluador independiente del Directorio de Enel Chile con respecto a la Transacción Propuesta. El alcance de esta asesoría es equivalente a lo contemplado en la Ley N° 18.046 de Sociedades anónimas en su artículo 147, referido a evaluadores independientes
- El presente informe, a solicitud del Directorio, considera los siguientes aspectos:
 - Descripción de la reorganización propuesta
 - Análisis de las razones estratégicas y potenciales impactos en el valor con respecto a la Transacción Propuesta, con el fin de estimar si la misma contribuye al interés social de Enel Chile
 - Valorización de Enel Chile, Enel Gx, EGP Latam en el contexto de la Transacción Propuesta
 - Determinación del canje accionario de la Fusión entre Enel Chile y EGP Latam
 - Evaluación de los términos y condiciones más convenientes de la OPA teniendo en cuenta que contribuya al interés social de Enel Chile, y esté en línea con los requerimientos de Enel
- Se deja constancia que el presente informe no considera un análisis de alternativas de reorganización distintas a la Transacción Propuesta, pues no está dentro del alcance de la asesoría al Directorio
- Adicionalmente, el informe tampoco considera una evaluación de si la Transacción Propuesta se ajusta en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación, según lo requiere el artículo 147 de la Ley N° 18.046, puesto que no se ha dado a conocer una propuesta específica por parte de las compañías ni de sus directorios en relación al canje de acciones de la Fusión, al precio por acción de Enel Gx para la OPA, al porcentaje del precio de la OPA que se pagará en acciones de Enel Chile, ni al canje de acciones de la porción de la OPA que se pagará en acciones de Enel Chile

Información disponible

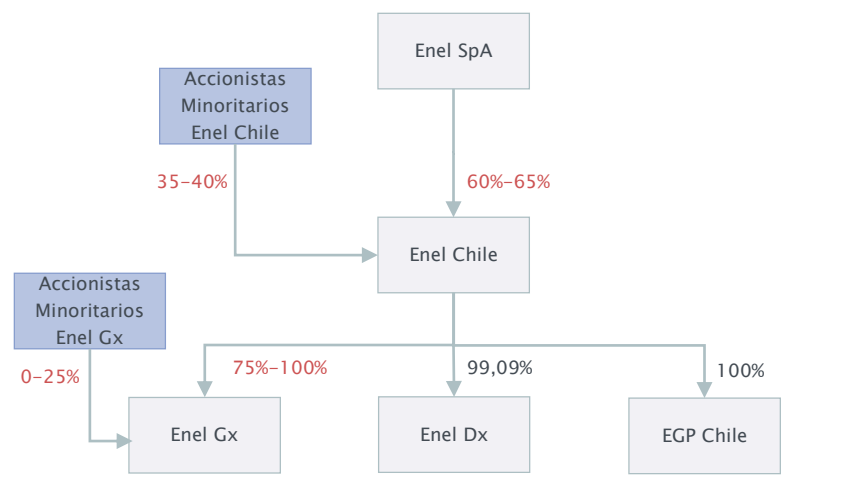
- Para elaborar el presente informe, LarrainVial utilizó información pública de las compañías que forman parte de la Transacción Propuesta, de otras compañías de generación y distribución eléctrica en Chile y en mercados internacionales, y de los mercados en los que transan
- Adicionalmente, LarrainVial tuvo acceso a un Data Room Virtual con información de la Transacción Propuesta, de Enel Chile y filiales, y de EGP Latam y filiales
 - Se deja constancia que el presente informe se basa en los estados financieros de las compañías analizadas al 30 de junio de 2017 y que, una vez que se disponga de los estados financieros al 30 de septiembre de 2017, LarrainVial emitirá un segundo informe con los resultados actualizados
- LarrainVial participó de reuniones presenciales y llamadas telefónicas:
 - Presentaciones de la administración (*Management presentation*) de Enel Chile, Enel Gx, Enel Distribución (“**Enel Dx**”) y EGP Latam realizadas el 26 de septiembre de 2017
 - Reuniones de trabajo y llamadas telefónicas con la administración de Enel Chile, Enel Gx, Enel Dx, y EGP Latam
 - LarrainVial realizó preguntas a Enel Chile, las cuales fueron contestadas a través del Data Room Virtual, junto con las preguntas de otros evaluadores independientes y peritos de la Transacción Propuesta

Descripción de la Transacción Propuesta

Situación actual



Situación post Transacción Propuesta



- La transacción consiste en la fusión por absorción de EGP Latam en Enel Chile, y una OPA a ser realizada por Enel Chile para adquirir hasta el 100% de las acciones emitidas por Enel Gx que sean de propiedad de los accionistas minoritarios de esta última. Ambas transacciones están sujetas al cumplimiento de los requisitos descritos en la página 7 de este informe, además de los requisitos descritos en el siguiente punto
- La OPA de Enel Chile por Enel Gx, que se deberá estructurar de manera tal que los accionistas vendedores reciban efectivo y acciones de Enel Chile, debe contemplar lo siguiente:
 - Enel Chile deberá proceder a la realización de un aumento de capital destinado a la incorporación de los accionistas minoritarios de Enel Gx que concurren a la OPA
 - La OPA se declararía exitosa siempre que Enel Chile alcance un porcentaje superior a 75% del capital accionario de Enel Gx
 - Lo anterior está condicionado a una modificación estatutaria en Enel Gx, por cuanto se deberá eliminar las limitaciones a la concentración accionaria permitiendo a Enel Chile adquirir hasta el 100% de las acciones de Enel Gx
- La segunda etapa de la transacción contempla la fusión por absorción de EGP Latam en Enel Chile, considerando su nueva base de accionistas resultante de la OPA recién descrita
 - Las condiciones de la Fusión deben ser aprobadas de forma previa, o simultánea, al lanzamiento de la OPA y debe quedar condicionada solo al éxito de la OPA. Es decir, la condición del canje accionario de acciones de Enel Chile por cada acción de EGP Latam debe ser independiente de la participación final que tenga Enel Chile en Enel Gx después de completada la OPA

EGP Latam

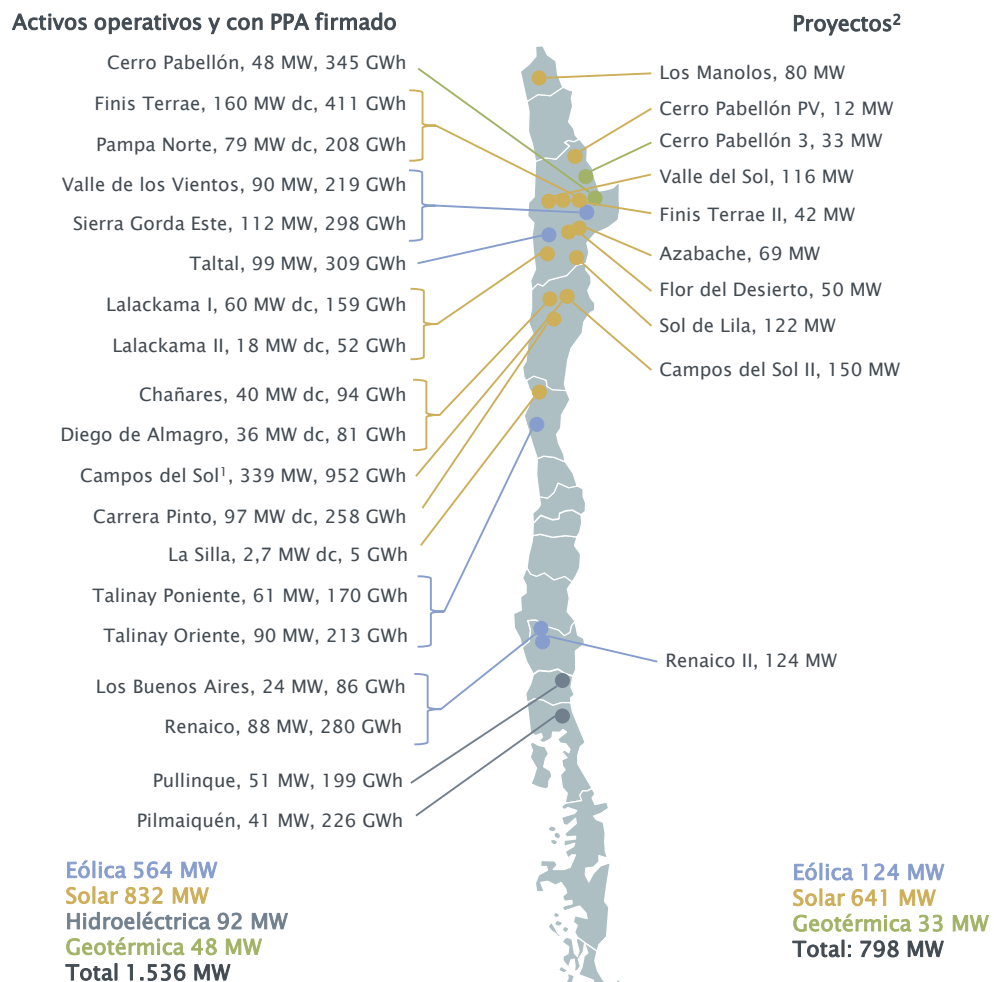
- EGP Latam es propiedad en un 100% de Enel Green Power (“EGP”), compañía global de energía renovable presente en más de 19 países, con más 39 GW instalados en más de 1.160 plantas (16 GW excluyendo centrales de embalse)
- Enel Green Power Chile es la mayor generadora de energía renovable en Chile (excluyendo centrales de embalse) con 1.195 MW de capacidad instalada
- Proyectos de expansión por más de 1.135 MW, de los cuáles 339 MW ya tienen asegurado contrato de venta de energía de largo plazo (“PPA”, por sus siglas en inglés)

Evolución de capacidad instalada y tecnologías EGP Chile

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tecnologías	Hidro	Hidro Eólica	Hidro Eólica Solar	Hidro Eólica Solar	Hidro Eólica Solar	Hidro Eólica Solar Geo.
Plantas	2	4	8	10	17	18
Capacidad Instalada (MW)	92	180	311	486	1.005	1.195
Generación (TWh)	0,5	0,6	1,0	1,5	2,2	3,2

Fuente: EGP Chile

Activos actuales de EGP Chile y ubicación



Fuente: EGP Chile

¹ Proyecto no operativo pero que ya cuenta con contrato de suministro eléctrico (PPA) de largo plazo a partir de 2022

² Los proyectos fueron clasificados por EGP Latam en dos categorías en función del plazo estimado para la firma de un PPA. La valorización de EGP Latam toma esto en cuenta a la hora de definir un rango de valor

Capítulo III

Análisis de las razones estratégicas de la Transacción Propuesta

Razones que justificarían la transacción desde la perspectiva de Enel Chile

1	Creciente rol de las energías renovables en el contexto mundial	Estratégicas
2	Desafíos futuros de la industria e integración de tecnologías y negocios	
3	Alta competitividad de las energías renovables en la expansión del parque generador local	Industriales/ Tácticas
4	Complementariedad de tecnologías tradicionales y renovables no convencionales	
5	Alineación de intereses en un único vehículo inversor	Financieras
6	Reducción del descuento de <i>holding</i>	
7	Mayor liquidez de la acción	
8	Optimización de la estructura de capital	
9	Diversificación tecnológica y disminución de riesgos operacionales	

Enel Chile se convertiría en el primer operador chileno de generación renovable, de generación convencional y de distribución

Análisis de las razones que justificarían la Transacción Propuesta (1 / 4)

1 Creciente rol de las energías renovables en el contexto mundial

- La reducción de costos que han tenido las energías renovables no convencionales durante los últimos años les ha permitido competir directamente con las fuentes tradicionales de generación de electricidad sin necesidad de subsidios estatales o incentivos adicionales, generando un crecimiento explosivo de proyectos de generación en base a estas tecnologías¹
- A nivel mundial, la capacidad instalada de las energías renovables pasó de 843 TW en el año 2000 a 2.006 TW en el año 2016²
- El rol que han tenido, y que se prevé sigan teniendo, este tipo de tecnologías en los mercados emergentes es alto y está dado, entre otras razones, por la rápida respuesta que entregan estas nuevas fuentes de energía a las necesidades de cada mercado en cuanto a tiempo de desarrollo, construcción, modularidad y costos

2 Desafíos futuros de la industria e integración de tecnologías y negocios

- El desarrollo de las energías renovables no convencionales plantea desafíos importantes desde el punto de vista operacional y estratégico. A gran escala, las plantas de generación variable, como las eólicas, y las intermitentes, como la solar, requieren de una sincronización especial con las fuentes convencionales. Por otro lado, la generación distribuida y los avances en tecnología de almacenamiento deben ser integrados a sistemas cuyo diseño estructural considera unidades discretas de generación instantánea de gran escala
- La absorción de EGP Latam por Enel Chile permitirá a esta última enfrentar desafíos futuros tales como la eficiencia energética, el almacenamiento de energía y la producción distribuida, desde una perspectiva integral, desde la generación hasta la distribución eléctrica, siempre respetando la legislación vigente
- Esta integración está en línea con la definición de la estrategia *Open Power* de Enel, y por tanto, de Enel Chile, como plataforma de crecimiento con la visión de participar de manera más abierta en una nueva era de la energía. Lo anterior está en línea con la visión de Enel de transformarse *“desde un simple productor y distribuidor de energía a un proveedor de servicios y optimizador de sistemas”*³

3 Alta competitividad de las energías renovables en la expansión del parque generador local

- El resultado de la última licitación adjudicada de suministro eléctrico, a la fecha de este informe, que tuvo un precio promedio de adjudicación de USD 47 por MWh⁴, tuvo una importante participación de energías renovables, quienes fueron las más competitivas del proceso. Este resultado podría ser replicado, e incluso superado (i.e. obteniendo un precio menor) por la licitación actualmente en curso que será adjudicada durante noviembre de 2017
- Esto implica que el crecimiento de la industria local pareciera venir fuertemente influenciado por las energías renovables. En este sentido, de no concretar la Transacción Propuesta, Enel Chile quedaría restringida a aumentar su capacidad instalada, limitando sus posibilidades de generar más valor a sus accionistas
- El contexto geográfico, la disponibilidad de recursos renovables, y las crecientes restricciones impuestas a fuentes tradicionales de energía, hacen que Chile sea un actor relevante a nivel mundial en el uso de estas tecnologías
- Por último, las energías renovables no convencionales (eólica, solar, geotérmica, biomasa, hidroeléctrica de pasada, entre otros) podrían considerarse ya tecnologías convencionales:
 - A la fecha representan el 16,8% del mercado local en términos de capacidad instalada y el 13,9% en términos de generación en los últimos 12 meses⁵
 - Importantes actores mundiales con presencia local han descartado el desarrollo de nuevos proyectos con algunas tecnologías convencionales como el carbón
 - Políticas públicas han puesto el foco en aumentar el peso relativo de este tipo de fuentes de energía en la matriz local, como por ejemplo las licitaciones públicas de suministro de energía con bloques horarios que incentiven el desarrollo de proyectos solares

¹ De acuerdo al National Renewable Energy Laboratory (U.S. Department of Energy) el costo de inversión de una planta solar fotovoltaica fija cayó desde 4,6 USD/W en 2010 a 1,0 USD/W en 2017

² Fuente: IRENA, Estadísticas de capacidad renovable 2017

³ Reporte del directorio de Enel en relación a la adquisición del interés minoritario de Enel Green Power en enero de 2016 (*Explanatory Report by Enel S.P.A.'S Board of Directors on the Partial Non-Proportional Demerger of Enel Green Power S.P.A. in Favor of Enel S.P.A.*)

⁴ Fuente: CNE

⁵ Fuente: Generadoras de Chile, Boletín Mercado Eléctrico Sector Generación Mayo 2017

Análisis de las razones que justificarían la Transacción Propuesta (2 / 4)

4 Complementariedad de tecnologías tradicionales y renovables no convencionales

- La combinación de tecnologías tradicionales como las centrales hidroeléctricas de embalse, de gas o de carbón, con centrales renovables no convencionales como centrales solares o centrales eólicas, pareciera igualmente importante que el crecimiento puro de las energías renovables. La disminución relativa de la exposición al riesgo hídrico actual de Enel Chile y los potenciales beneficios de futuras ofertas comerciales o desarrollo de proyectos que combinen distintas tecnologías, son ejemplos de esto
- Desde el punto de vista de Enel Chile, la Transacción Propuesta le permitirá contar con exposición a un mix de tecnologías y de activos en los que no había podido participar hasta la fecha¹ e integrar el *know how* de Enel Green Power, líder mundial en centrales renovables, a su base de activos y proyectos
- A partir de la Fusión, Enel Chile y EGP Latam podrían beneficiarse de la complementariedad entre fuentes de generación tradicionales y renovables. Si bien esta transacción no es una condición necesaria para que esto ocurra, al estar bajo un mismo vehículo de inversión, lo facilita y lo incentiva
- Cabe destacar que, de acuerdo a la información revisada, las compañías no esperan que la Transacción Propuesta genere beneficios adicionales o ahorros de costos en el corto plazo desde el punto de vista operativo, administrativo o financiero. En efecto, el presente informe considera mínimo el impacto cuantitativo de eventuales sinergias operativas, administrativas o financieras de la transacción

5 Alineación de intereses en un único vehículo inversor

- La incorporación de EGP Latam en Enel Chile permitiría integrar en un único vehículo todas las inversiones de Enel en generación y distribución en Chile, eliminando los potenciales conflictos de interés existentes en el desarrollo del negocio de generación que, de mantenerse la estructura actual, podrían afectar a los accionistas minoritarios de Enel Chile y de Enel Gx
- Dado que el mercado podría estar castigando la existencia del conflicto de ocupar a EGP Latam o a Enel Gx como vehículo a través del cual desarrollar ciertos proyectos de generación², resulta razonable considerar que si las compañías reducen sus potenciales conflictos de interés y disminuyen sus problemas de agencia, estas vean favorecida su valorización

6 Reducción del descuento de *holding*

- La diferencia que presenta la capitalización bursátil de una matriz o holding respecto de la suma de los valores de mercado de las partes que lo componen, o valor de los activos netos de la compañía (“NAV” por su sigla en inglés), se conoce comúnmente como descuento o premio de *holding*. En situaciones cuyas matriz y filiales son cotizadas en bolsa, estos descuentos o premios pueden calcularse directamente de los precios de mercado
- Este eventual descuento se atribuye a diferentes razones tales como: problemas de agencia entre accionista controlador y minoritario, y entre accionistas y administración, diferencias entre los derechos de flujo de efectivo (derechos económicos) y los derechos de control (derechos políticos), diferencias de liquidez entre los activos *holding* y las subsidiarias, costos tributarios de la matriz o *holding*, gastos propios del *holding*, efecto conglomerado (diversificación negativa), costos extraordinarios del *holding* para rescatar filiales ante eventuales quiebras³, entre otros⁴. A su vez, hay argumentos generalmente aceptados para considerar que un *holding* pueda tener un premio respecto de su filial tales como sinergias operacionales y financieras producto del control combinado de distintas compañías, diversificación de riesgos y la posibilidad de extraer beneficios privados desde una subsidiaria hacia el *holding* controlador
- Se podría definir como descuento de *holding* “puro” a aquel que se produciría entre una matriz y su única filial, cuando ambas sean cotizadas en bolsa y cuenten con una alta liquidez. El caso de Enel Chile es más complejo al considerar que, a pesar de que Enel Chile y Enel Gx cuentan con alta liquidez, Enel Chile controla además a Enel Dx que tiene prácticamente nula liquidez, y cualquier análisis de descuento requiere, por lo tanto, de una estimación del valor económico de esta filial

¹ Salvo en la central eólica Canela I y Canela II de 78 MW en total

² Lefort, Walker, 2005, “*The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout in Chile*”

³ Lefort, González, 2011, “*Holding Company Discount and Business Groups Optimal Bailout of Subsidiaries*”, Documentos de Trabajo 34, UDP, Facultad de Economía y Empresa

⁴ Casos específicos de Chile son estudiados en los trabajos de (i) Lefort, González, 2010, “*On holding Discounts determinants*”, y (ii) Gálvez, 2009, “El Descuento por Holding en el Mercado Chileno, 1993–2007: Evolución y Análisis Estadístico”, Tesis de magister, PUC, Facultad de Economía y Administración

Análisis de las razones que justificarían la Transacción Propuesta (3 / 4)

6 Reducción del descuento de *holding* (continuación)

- A partir de los precios de mercado (cierre diario) de Enel Chile, Enel Gx y Enel Dx desde el inicio de su cotización simultánea¹, se puede concluir que Enel Chile ha tenido un descuento de holding promedio en torno al 11%. Sin embargo, si se ajusta el valor de mercado de Enel Dx este descuento aumenta a 16% (mayor detalle en Anexo I)
- Este descuento de holding implícito en los precios de mercado podría explicarse porque existe una alternativa para invertir directamente en Enel Gx en comparación a invertir en su *holding* Enel Chile. Si, por efecto de la OPA, Enel Chile aumenta significativamente su participación en Enel Gx disminuyendo la liquidez de la acción de esta última, y por lo tanto la alternativa de invertir directamente en Enel Gx se dificulta, se podría predecir que el descuento de holding debería disminuir, y en el límite en el que Enel Chile quede con cerca del 100% de las acciones de Enel Gx, podría eliminarse, beneficiando a los accionistas de Enel Chile

7 Mayor liquidez de la acción

- La Transacción Propuesta requiere de un aumento de capital de Enel Chile que permita realizar la fusión con EGP Latam y que permita el pago de parte de la OPA por Enel Gx en acciones. Ambos efectos aumentarían la capitalización bursátil de la compañía al suponer que la Transacción Propuesta se realiza a precios justos y en línea con los de mercado
- A su vez, el número de acciones de Enel Chile de accionistas distintos a su accionista controlador (“capital flotante” o “*free float*” por su nombre en inglés) también aumentará en caso de ejecutarse la transacción, lo que significará un potencial aumento en la liquidez de la acción²
- Adicionalmente, el aumento del *free float* valorizado haría que Enel Chile aumente su peso relativo en los índices bursátiles en los que actualmente está presente, y potencialmente sea considerado para formar parte de nuevos índices. Este aumento en el peso de los índices generaría que los fondos de inversión pasivos seguidores de índices generen un aumento de la demanda por la acción, aumentando, al menos en el corto plazo, el valor de la acción de Enel Chile
- Si bien existe evidencia de que compañías con baja liquidez tienen costos de capital mayores que acciones con alta liquidez en Chile³, y por tanto las segundas tienden a tener mejores valorizaciones que las primeras, dado que Enel Chile ya cuenta con una alta liquidez en el mercado local, no estimamos que el aumento de la liquidez, producto de la transacción, beneficie necesariamente su valorización en el largo plazo

8 Optimización de la estructura de capital

- Existen múltiples puntos de vista para evaluar si una estructura de capital es mejor que otra. Distintas perspectivas, tales como financiera o tributaria pueden tener condiciones opuestas a la hora de evaluar la conveniencia de una u otra estructura de capital
 - Por ejemplo, desde una perspectiva exclusivamente tributaria, conviene aumentar significativamente el endeudamiento de una compañía que tenga utilidad neta positiva de modo que el aumento en los gastos financieros por intereses permitan disminuir el pago de impuestos corporativos. Sin embargo, desde el punto de vista financiero esto podría no ser conveniente pues el aumento relevante en el endeudamiento de la compañía podría subir significativamente el costo financiero de la deuda
- Consideraremos que una estructura de capital es mejor que otra desde un punto de vista financiero si es que esta genera valor a los accionistas de la compañía. De manera simplificada, desde este punto de vista, una estructura de capital más endeudada que otra, considerando los mismos activos a ser financiados, será más conveniente que una estructura menos endeudada por (i) un menor pago de impuestos producto de los mayores gastos financieros de la estructura más apalancada y (ii) una menor tasa de descuento exigida, siempre que el aumento de deuda no genere un aumento significativo en el costo de la misma

¹ Enel Chile comenzó a cotizar el 22 de abril de 2016 luego de la división de Enersis en Enersis Américas y Enersis Chile, hoy Enel Américas y Enel Chile respectivamente

² En el Anexo I se detalla un análisis de las acciones que componen el Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA) que agrupa las principales 40 compañías cotizadas en el BCS, que muestra la correlación entre la liquidez y el *free float* valorizado en millones de USD

³ Un estudio en proceso del Fondo Monetario Internacional concluye que las acciones con baja liquidez en el mercado de capitales chileno tendrían en promedio un costo de patrimonio anual de 350 bps más que aquellas con alta liquidez (Brandao-Marques, 2016, Working Paper, “*Stock Market Liquidity in Chile*”, IMF Working Paper, WP/16/223)

Análisis de las razones que justificarían la Transacción Propuesta (4/4)

8 Optimización de la estructura de capital (continuación)

- La deuda financiera neta al 30 de junio de 2017 de Enel Chile es 1,0x su EBITDA consolidado y se espera que producto de la Transacción Propuesta, Enel Chile aumente esta razón de endeudamiento producto de (i) la incorporación de EGP Latam que cuenta con una estructura más apalancada, y (ii) que una alta porción de la OPA por Enel Gx a pagarse en caja será financiada mediante deuda en Enel Chile
- Dadas las magnitudes involucradas, y las restricciones internas impuestas por Enel Chile a su nivel de endeudamiento, Enel Chile no debiera ver modificado significativamente su riesgo de crédito ni su clasificación de riesgo¹ y, por lo tanto, no debiera alterarse su costo de financiamiento de largo plazo

9 Diversificación tecnológica y disminución de riesgos operacionales

- Los resultados de Enel Chile, sin considerar la transacción, están influenciados por la hidrología que presente el país, lo que genera incertidumbre en su flujo de caja futuro
- Por otro lado, los activos de EGP Chile se caracterizan por una mayor predictibilidad operacional, lo que, sumado a los contratos de venta de energía de largo plazo y, por tanto, a su baja exposición al mercado spot de energía, generan menor incertidumbre de sus flujos futuros
- Así, de realizarse la Transacción Propuesta, Enel Chile disminuiría su riesgo de mercado, pudiendo impactar la tasa de descuento implícita a la que el mercado calcula el valor presente de sus flujos futuros, y tener así un impacto positivo en su valorización

Otras consideraciones relevantes de la Transacción Propuesta

Resolución 667

- Esencialmente, la Resolución 667 de la Comisión Resolutiva del 30 de octubre de 2002 establece:
 - Que Enel Chile (como sociedad continuadora de Enersis S.A.) debe mantener el desarrollo de las actividades de generación y de distribución de electricidad “*en forma separada, por medio de empresas distintas que representen unidades de negocios independientes*”,
 - Que Enel Chile, Enel Gx y Enel Dx (como continuadoras de Enersis, Endesa y Chilectra, respectivamente) deberán mantener directorios y auditorías externas independientes, y
 - Que estas sociedades “*deberán continuar sometidas a la fiscalización de la SVS y observar las disposiciones aplicables a las sociedades anónimas abiertas, aunque pierdan ese carácter*”
- De acuerdo a lo anterior, la Transacción Propuesta está en línea con la Resolución 667

¹ Luego del anuncio de la transacción, Feller Rate asignó “*Creditwatch* con implicancias en desarrollo” a Enel Chile y Enel Gx, sin dar mayores indicaciones en cuanto a niveles de endeudamiento o efectos que gatillarían un cambio en el *Creditwatch* o en las clasificaciones de riesgo. A su vez, Fitch Ratings indicó que bajo cierto parámetros de endeudamiento podría cambiar su *Outlook* de positivo a estable, pero no debería afectar la clasificación de Enel Chile. Por último S&P, indicó que podría haber un cambio en la clasificación en caso que Enel Chile supere el ratio DFN dividido por EBITDA de 2,0x

Capítulo IV

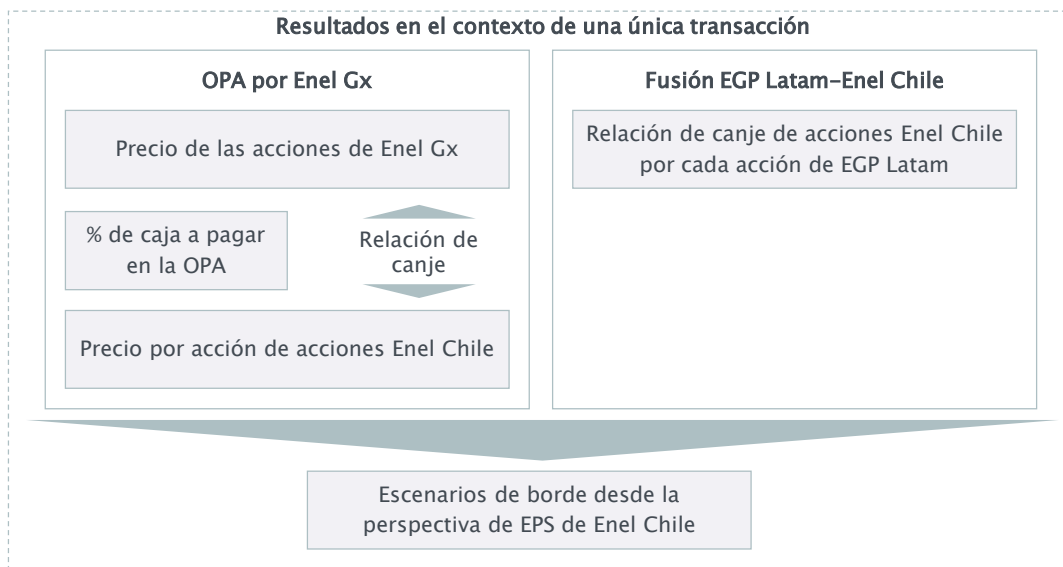
Análisis y consideraciones de los rangos de valorización

Metodología para determinar los rangos de valor de Enel Chile, Enel Gx y EGP Latam en el contexto de la Transacción Propuesta

Consideraciones generales

- Tomando en cuenta las prácticas de mercado locales e internacionales para transacciones de este tipo, y en consideración a la información disponible, se utilizó la metodología de Flujos de Caja Descontados (“DCF”) para determinar los rangos de valor de Enel Chile, Enel Gx y EGP Latam en el contexto de la Transacción Propuesta
- Adicionalmente al DCF, se utilizaron como variables de control las siguientes referencias:
 - Precios de mercado (Enel Gx y Enel Chile)
 - Precios estimados por analistas de mercado (Enel Gx y Enel Chile)
 - Empresas comparables de mercado que transen en Chile o en mercados internacionales
 - Transacciones de empresas renovables (EDF, Iberdrola, EGP)
- El objetivo principal es encontrar los rangos de valor de las compañías involucradas que permitan determinar las condiciones finales de la Transacción Propuesta:
 - Precio de las acciones de Enel Gx, porcentaje de caja a considerar en dicho precio y el ratio de intercambio de acciones Enel Chile por cada acción de Enel Gx
 - Ratio de intercambio de acciones Enel Chile por cada acción de EGP Latam
- Se realizó un análisis adicional para determinar las combinaciones de estas condiciones que desde una perspectiva de los accionistas de Enel Chile les serían indiferentes desde un punto de vista financiero
- Es importante señalar que, puesto que el resultado de la OPA es incierto y que el rango de resultados posible es amplio, se trabajó en base a escenarios de resultados específicos y luego se sensibilizó para distintos escenarios de la OPA

Metodología para determinar los rangos de precio y canje de la Transacción Propuesta



Resultados por flujo de caja descontados

Valorización base por flujos de caja descontados (USD mm)

Empresa	Valor Compañía ("EV")	Deuda Financiera Neta ("DFN")	Interés Minoritario	Equity Bridge	Valor Económico del Patrimonio ("P")	Precio por acción (CLP ¹)	EV/EBITDA		P/Utilidad	
							2017e	2019e	2017e	2019e
Enel Gx	8.969	1.217	165	363	7.254	558	10,1x	8,2x	11,8x	11,6x
Enel Dx	2.761	195	0	47	2.519	1.381	8,8x	8,1x	11,9x	12,1x
Enel Chile ²	11.469	1.035	3.091	419	6.970	90	9,8x	8,1x	12,5x	12,4x
EGP Latam A ³	3.105	1.151	118	-28	1.865	1.422 ⁴	12,7x	11,0x	37,4x	18,5x
EGP Latam B ³	2.863	1.151	118	-28	1.622	1.237 ⁴	11,7x	10,1x	32,5x	16,1x

¹ Tipo de cambio USD 1 = CLP 630,97 (dólar observado del 24 de octubre de 2017)

² Suma de partes de la participación de Enel Gx, Enel Dx y Enel Chile individual

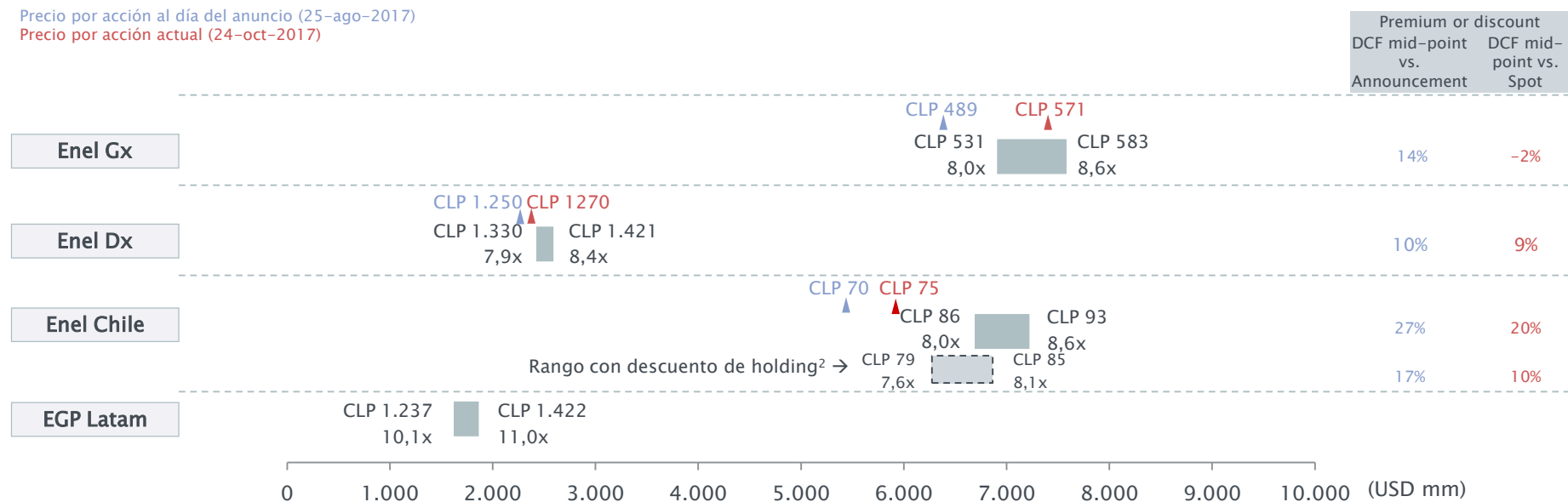
³ Proyecciones financieras de EGP Latam A consideran la ejecución de todos los proyectos detallados en las proyecciones financieras mientras que EGP Latam B no considera los flujos de algunos proyectos que aún no tienen PPA

⁴ EGP Latam es una Sociedad de Responsabilidad Limitada, el precio por acción supone una futura transformación a una Sociedad Anónima con 827.205.371 acciones

Rangos de Valor Económico del Patrimonio según flujo de caja descontado¹ (USD mm, CLP para precio por acción, veces para EV/EBITDA 2019e)

Precio por acción al día del anuncio (25-ago-2017)

Precio por acción actual (24-oct-2017)



¹ Rango de valorización estimado con WACC +/- 0,2% y crecimiento en valor terminal +/- 0,2%, excepto EGP Latam cuyo rango se estimó en base a dos escenarios de proyecciones financieras A y B definidos más arriba. Múltiplo EV/EBITDA 2019 estimado

² Descuento de holding de 8% estimado como el 50% del descuento de holding diario de Enel Chile desde su primer día de cotización a la fecha actual (ver Anexo I)

Rangos de valor estimados

Rangos de valor económico del patrimonio por DCF y otras metodologías de control (USD mm, CLP para precio por acción implícito)

Precio por acción al día del anuncio (25-ago-2017)

Precio por acción actual (24-oct-2017)



¹ Detalle de las compañías comparables utilizadas en Anexo II

² Considera los precios objetivo de analistas de mercado previo al anuncio de la Transacción Propuesta de BCI, BICE, Credicorp, Goldman Sachs, Scotiabank y LarrainVial. La mediana de la muestra para Enel Gx es CLP 520 por acción y para Enel Chile es CLP 77

³ Rango de valorización de transacciones comparables en base a promedio y mediana de Iberdrola/Iberdrola Renovables, EDF/EDF Energies Nouvelles y Enel Enel Green Power (ver Anexo III)

Consideraciones respecto de las condiciones de borde de la Transacción Propuesta

% de caja de la OPA según objetivo de deuda máxima

- Para los rangos de valorización estimados, mientras mayor es el porcentaje de caja que se ofrezca en la OPA, menor es el número de acciones de Enel Chile que se emiten para efectos de pagar la operación, y por tanto, mayor es el incremento en el EPS estimado de Enel Chile
- Se asumió que Enel Chile cuenta con USD 100 millones en caja para destinarlo a la OPA y que el monto adicional será financiado mediante deuda financiera con un costo de 4% anual
- La caja total requerida por Enel Chile para pagar parte de la OPA dependerá del precio de la oferta por Enel Gx y del resultado final de la OPA
- Adicionalmente, el pago en caja está limitado por el nivel de endeudamiento máximo deseado por Enel Chile. Al respecto, se consideró un nivel máximo deseado de deuda financiera neta de caja (DFN) de 2,5 veces el EBITDA estimado del año 2017, en el escenario en que el 100% de los accionistas minoritarios de Enel Gx vendan en la OPA (escenario límite)
 - El porcentaje del precio de la OPA máximo a pagar en caja depende, entonces, del precio por acción de la OPA
- Para la definición del rango propuesto se definió además un margen de seguridad de 0,1 veces DFN/EBITDA sobre la relación de endeudamiento máxima aceptable por la compañía
- Así, tomando como referencia un rango de precio de OPA entre CLP 531 y CLP 583 por acción, y considerando un ratio de endeudamiento máximo de DFN/EBITDA 2017e de 2,4x, el porcentaje de caja propuesto para la OPA es de entre 59,0% y 64,8%

Precio Enel Gx		CLP	531	558	583
% caja para OPA		%	64,8%	61,6%	59,0%
	75%	Veces	1,65x	1,65x	1,65x
	80%	Veces	1,80x	1,80x	1,80x
DFN/EBITDA 2017e consolidado de Enel Chile según % propiedad en Enel Gx post OPA	85%	Veces	1,95x	1,95x	1,95x
	90%	Veces	2,10x	2,10x	2,10x
	95%	Veces	2,25x	2,25x	2,25x
	100%	Veces	2,40x	2,40x	2,40x

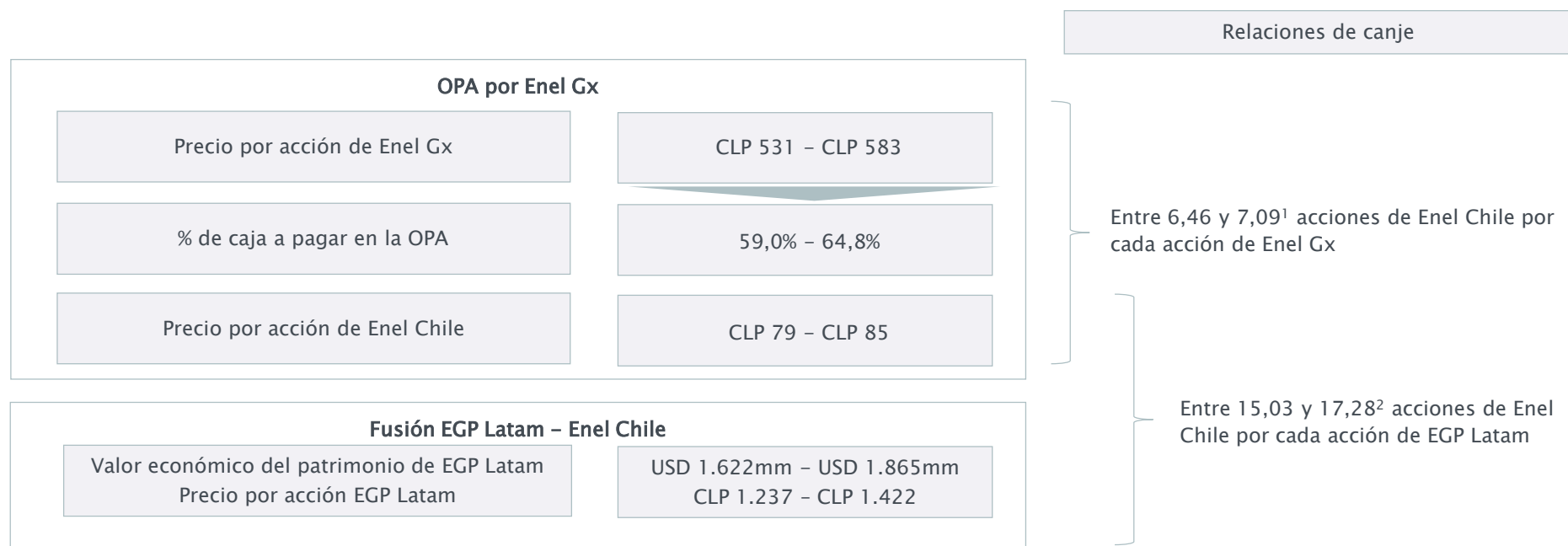
Incremento de la utilidad neta por acción

- Debido a la deuda contraída para pagar la OPA y al bajo aporte a nivel de utilidad neta de EGP Latam durante los primeros años post transacción, bajo ciertos escenarios de precios de transacción y de resultados de OPA, el EPS anual es menor al caso de continuidad
 - Por lo anterior, el EPS que se busca incrementar será el EPS promedio del periodo 2018–2022 (“ Δ EPS”)
- El EPS de Enel Chile dependerá de:
 - (i) el precio de la OPA, que a su vez determina el porcentaje de caja de la misma, y la relación de canje con acciones de Enel Chile,
 - (ii) la relación de canje de la Fusión con EGP Latam, y
 - (iii) del resultado de la OPA
- Así, desde la perspectiva de Enel Chile, en relación a su EPS, existen distintas combinaciones de precios de OPA y canje de acciones, y de relación de canje para la Fusión, que generan el mismo resultado en términos de EPS:

% de propiedad de Enel en Enel Chile post transacción similar a la actual

- Se asume que un rango aceptable para Enel está entre 60% y 65% de la propiedad final de Enel Chile
- En función del punto medio de los rangos de precios de Enel Gx, Enel Chile y EGP Latam expuestos en las páginas anteriores, y tomando en consideración los porcentajes de caja descritos más arriba, esta restricción se cumple en alrededor de 2/3 de los escenarios posibles de resultados de OPA

Rangos estimados de variables a definir en la Transacción Propuesta



¹ Rango estimado a partir del punto medio del precio por acción de Enel Chile y por los precios por acción mínimo y máximo del rango de Enel Gx
² Rango estimado a partir del punto medio del precio por acción de Enel Chile y por los precios por acción mínimo y máximo del rango de EGP Latam

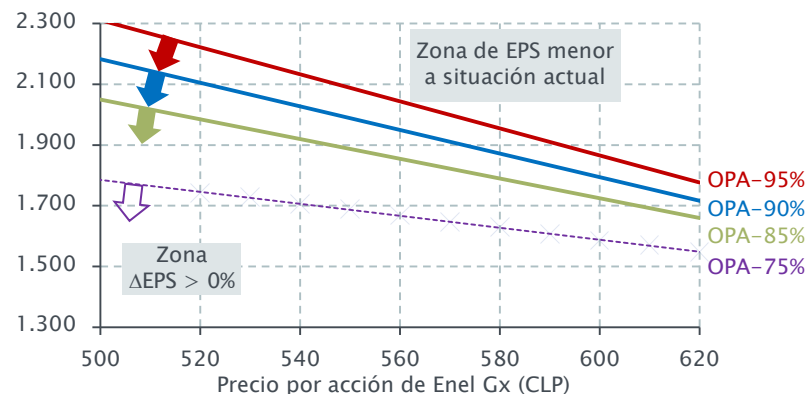
Ejemplo de resultados en el punto medio de los rangos propuestos

	% Enel SpA de Enel Chile	EPS promedio 2018–2022e	ΔEPS promedio 2018–2022e	DFN/EBITDA 2017e
Situación actual	60,6%	CLP 7,63	–	0,51x
75,0%	65,7%	7,56	–0,8%	1,65x
80,0%	64,6%	7,65	0,3%	1,80x
% propiedad de Enel Chile en Enel Gx post OPA	85,0%	7,73	1,4%	1,95x
90,0%	62,6%	7,81	2,4%	2,10x
95,0%	61,7%	7,89	3,4%	2,25x
100,0%	60,7%	7,96	4,4%	2,40x

Escenarios de borde desde la perspectiva de EPS de Enel Chile

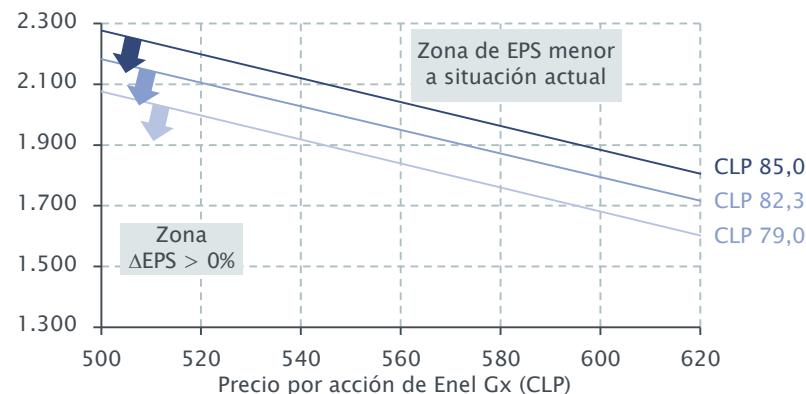
Frontera de $\Delta EPS=0\%$ según resultado de la OPA y precio Enel Chile fijo¹

Valor económico patrimonio de EGP Latam (USDmm) Precio por acción Enel Chile: CLP 82,3



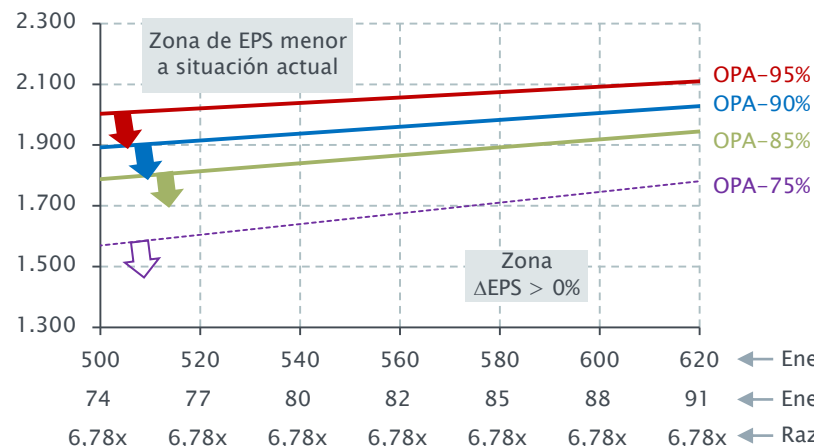
Frontera de $\Delta EPS=0\%$ según precio de Enel Chile y OPA-90%

Valor económico patrimonio de EGP Latam (USDmm) Propiedad final de Enel Chile en Enel Gx 90%



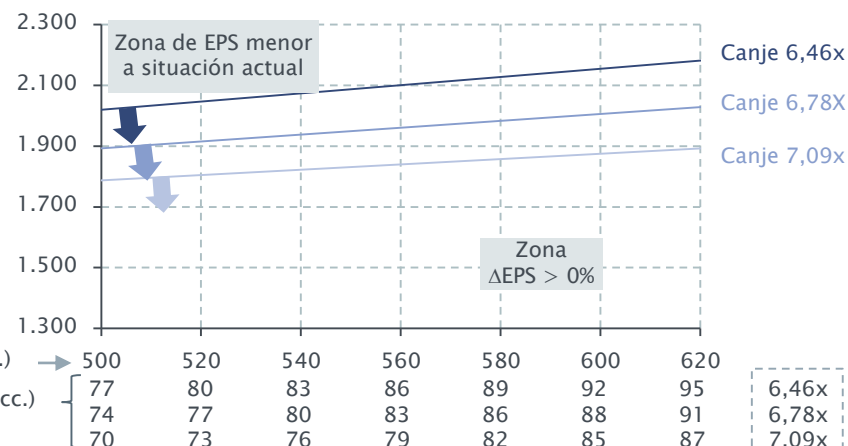
Frontera de $\Delta EPS=0\%$ según resultado de la OPA y ratio canje fijo

Valor económico patrimonio de EGP Latam (USDmm) Ratio de canje OPA 6,780x²



Frontera de $\Delta EPS=0\%$ según canje de acciones en la OPA y OPA-90%

Valor económico patrimonio de EGP Latam (USDmm) Propiedad final de Enel Chile en Enel Gx 90%



¹ El porcentaje de caja de la OPA en todos los cuadros viene determinado por el precio por acción de Enel Gx de acuerdo a la relación detallada en la página 21

² Relación de canje calculada a partir de los resultados del DCF de Enel Gx y de Enel Chile con descuento, equivalente a CLP 558 por acción y CLP 82,3 por acción, respectivamente

Capítulo V

Conclusiones

Conclusiones (1 / 2)

- La Transacción Propuesta, en los términos que se describen en este informe, generaría beneficios para Enel Chile y sus accionistas y, por lo tanto, contribuye al interés social de Enel Chile:
 - La Transacción Propuesta permitiría a Enel Chile participar en el segmento de energías renovables no convencionales que ha tenido un alto crecimiento a nivel mundial y local. A su vez, permitiría enfrentar de mejor forma los desafíos futuros de integración de tecnologías de generación (tradicionales y no convencionales), abordar la eficiencia energética, el almacenamiento de energía y la producción distribuida, desde una perspectiva integral que incluye desde la generación hasta la distribución eléctrica
 - Las tecnologías renovables han demostrado ser más competitivas que las alternativas tradicionales para la expansión de la matriz local, por lo que la Transacción Propuesta le permitiría a Enel Chile acceder a un grupo interesante de proyectos de crecimiento que generarían valor a la compañía
 - Desde la perspectiva financiera, la Transacción Propuesta alinea los intereses de Enel en Chile en un único vehículo inversor, reduce potencialmente el descuento de *holding*, otorga mayor liquidez a la acción, optimiza la estructura de capital y disminuye el riesgo de la compañía al incorporar tecnologías con un mayor nivel de predictibilidad operativa
 - En todo caso, para que la Transacción Propuesta sea positiva para los accionistas de Enel Chile, el precio de EGP Latam, el precio de Enel Gx y el precio de los aumentos de capital de Enel Chile para ejecutar la Fusión y la OPA, deben estar dentro de los rangos que en este informe se detallan como beneficiosos para dichos accionistas
- El mercado ha reaccionado positivamente desde el anuncio de la Transacción Propuesta. Tanto la acción de Enel Chile como la de Enel Gx han tenido rendimientos positivos, superiores a sus principales comparables de la industria eléctrica local y superiores o en línea con el mercado en general. Lo anterior permite inferir una recepción positiva del mercado a la reorganización societaria
- Los rangos de precios y los rangos de relación de canje estimados para la Transacción Propuesta son los siguientes:

■ Precio de la OPA	entre 531 y 583 CLP por acción de Enel Gx
■ Precio de Enel Chile (OPA y Fusión)	entre CLP 79 y CLP 85 por acción de Enel Chile
■ Relación de canje OPA	entre 6,46 y 7,09 acciones de Enel Chile por cada acción de Enel Gx
■ % de caja de la OPA	entre 59,0% y 64,8%, determinado por el precio de la OPA
■ Precio de EGP Latam	entre USD 1.622 millones y USD 1.865 millones
■ Relación de canje de la Fusión	entre 15,03 y 17,28 acciones de Enel Chile por cada acción de EGP Latam

Conclusiones (2/2)

- Distintos escenarios posibles de concurrencia de accionistas minoritarios de Enel Gx a la OPA generan distintos escenarios finales de la transacción:
 - Asumiendo relaciones de canje dentro de los rangos planteados, y considerando que existe un componente importante de pago en efectivo, mientras mayor sea el precio de la OPA por Enel Gx, mayor debiese ser la aceptación de la OPA por parte de los accionistas minoritarios de Enel Gx
 - Adicionalmente, asumiendo un precio constante para cada una de las tres compañías (Enel Chile, Enel Gx y EGP Latam), mientras más concurrida sea la OPA, más beneficiosa en términos de EPS será la transacción para los accionistas de Enel Chile. Por el contrario, el escenario de menor EPS esperado para los accionistas de Enel Chile es aquel en el que Enel Chile complete solo el 75% de la propiedad de Enel Gx
 - Cabe mencionar que existen combinaciones de parámetros dentro de los rangos propuestos que, para algunos escenarios de resultado de la OPA, no cumplen con todas las condiciones de borde
- Fijando un escenario de resultado de la OPA, existen combinaciones de relaciones de canje para la Fusión y para la OPA en las que Enel Chile es indiferente desde una perspectiva de EPS
 - Considerando un precio fijo de Enel Chile, un valor “alto” de Enel Gx combinado con un valor “bajo” de EGP Latam podría generar el mismo EPS esperado que una combinación de valor “bajo” de Enel Gx combinado con un valor “alto” de EGP Latam
 - Sin embargo, si lo que se fija no es el precio de Enel Chile, sino que la relación de canje entre Enel Chile y Enel Gx, Enel Chile podría aumentar el precio por Enel Gx (aumentando implícitamente el de Enel Chile) y, a la vez, aumentar el precio por EGP Latam implícito en la Fusión, manteniendo un mismo beneficio esperado en términos de EPS
- Dentro de los rangos propuestos de valorización de las compañías, o de relación de canje, se puede concluir además que:
 - Mientras mayor sea el precio de la OPA, menor es el porcentaje en caja que puede incluir dicha oferta, para mantener un nivel de endeudamiento razonable
 - Mientras mayor sea el porcentaje en efectivo de la OPA, más conveniente es para Enel Chile en términos de EPS

Anexos

Anexo I: Antecedentes de mercado

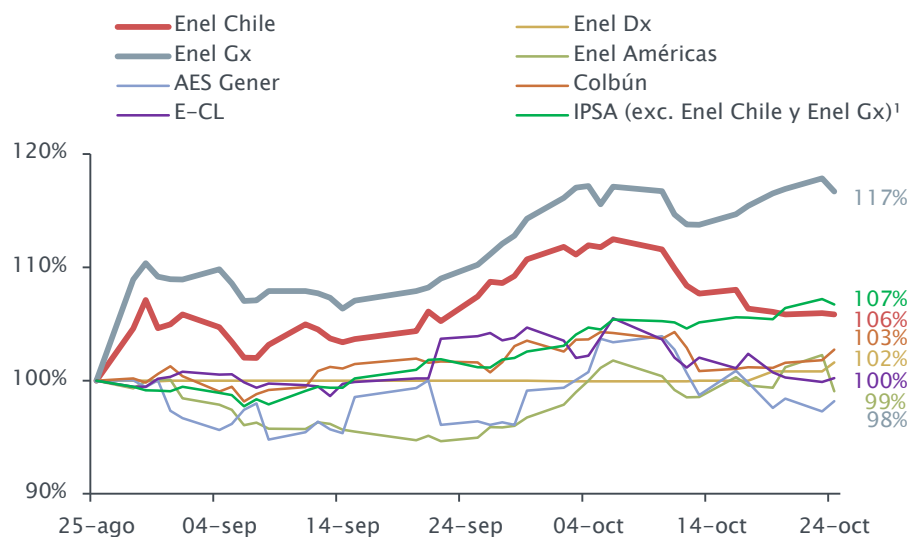
Reacción del mercado desde el anuncio de la Transacción Propuesta

- Desde la fecha de anuncio de la transacción, el rendimiento de las acciones de Enel Chile y Enel Gx ha estado por encima del resto de las empresas del sector energético en Chile
- Adicionalmente, Enel Gx ha tenido un rendimiento por sobre el mercado desde el anuncio de la transacción, mientras que Enel Chile ha tenido un rendimiento en torno al mercado en general
- La variación de la capitalización bursátil de Enel Chile está fuertemente explicada por la variación de la capitalización bursátil de Enel Gx

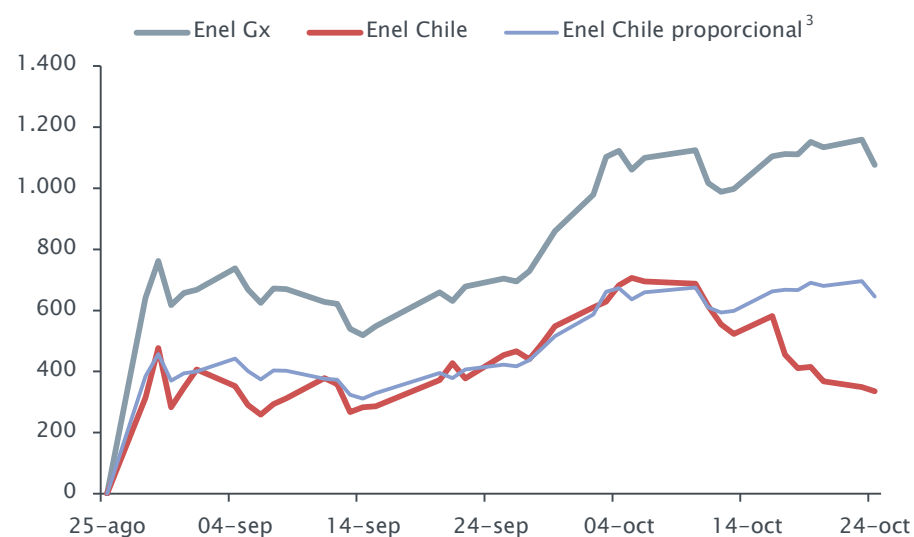
Precio por acción de Enel Chile y Enel Gx (CLP)

	Enel Chile	Enel Gx
Día de anuncio	70,5	489,0
Promedio 30 días hábiles previos	71,8	505,4
Promedio 60 días hábiles previos	72,7	507,0
Actual 24/10/2017	74,6	570,6
Actual/Día de anuncio	106%	117%
Actual/Promedio 30 días hábiles previos	104%	113%
Actual/Promedio 60 días hábiles previos	103%	113%

Rentabilidad de compañías del sector desde la fecha de anuncio (%)



Variación de capitalización bursátil desde la fecha de anuncio (USD mm)²



Fuente: Bloomberg al 24 octubre de 2017

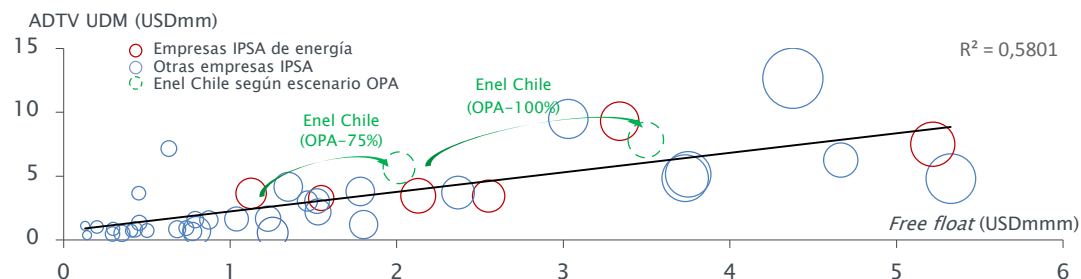
¹ Calculado ponderando las rentabilidades de las acciones según sus pesos relativos del índice IPSA

² Tipo de cambio histórico

³ Calculado como la variación de la capitalización bursátil de Enel Gx con respecto a la fecha del anuncio y ponderada por la participación de Enel Chile en esta compañía

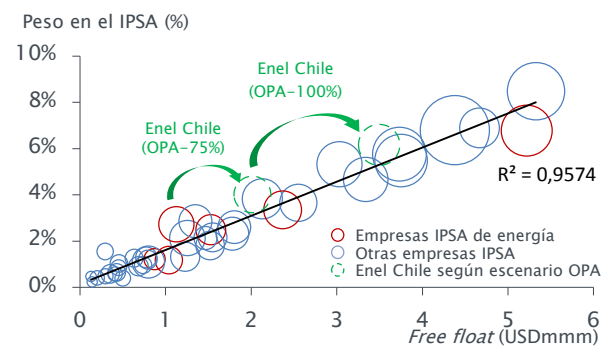
Consideraciones respecto al *free float* y la liquidez de la acción de Enel Chile

Liquidez *v/s* *free float* de compañías que componen el IPSA¹



- Existe una correlación positiva entre la liquidez de las compañías, medida como el volumen promedio transado diario (*Average Daily Traded Volume* o “ADTV” por sus siglas en inglés) y el *free float*
- De resultar exitosa la OPA, es decir, que Enel Chile supere el 75% de propiedad de Enel Gx, el *free float* de Enel Chile aumentará desde USD 1.100 millones hasta un mínimo de USD 2.000 millones y un máximo de USD 3.500 millones
- Considerando la curva de tendencia de las empresas del IPSA, el ADTV aumentaría desde USD 3,6 millones a USD 5,6 millones en el límite inferior y USD 7,8 millones en el límite superior

Peso en el IPSA *v/s* *free float*

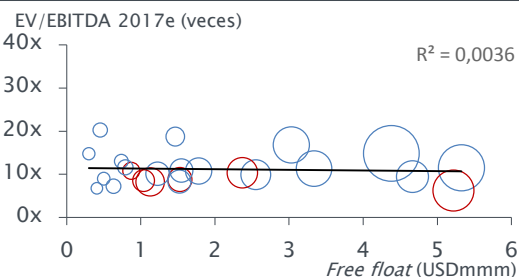
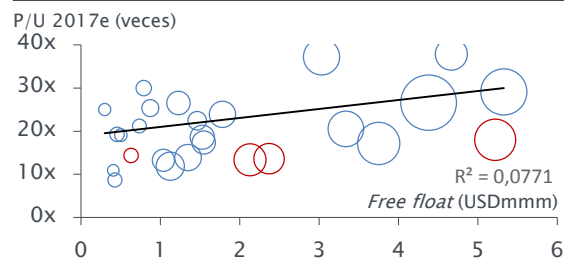


Otros índices bursátiles

	% Enel Chile
IPSA	2,71%
Bolsa Comercio IGPA	2,43%
INTER - 10	5,88%
IGPA - LARGE	3,91%
Bec Chile - 65	6,21%
Emerging Markets	0,05%
Emerging Markets Latin America	0,36%
MSCI Emerging Markets IMI	0,03%
Chile	n.d.
Chile IMI	2,94%
S&P Dow Jones Indíces	n.d.
Chile 15	n.d.
A Division of S&P Global Emerging Markets	0,09%

- Las compañías con mayor *free float* en valor tienden a tener un mayor peso relativo en los índices bursátiles a los que pertenecen por lo que un aumento del *free float* significaría un aumento en el peso relativo de la acción en dichos índices
- Adicionalmente, el aumento en el *free float* de Enel Chile permitiría que la acción entre en nuevos índices que tengan requisitos de liquidez o tamaño mínimo a los que antes no calificaba
- El aumento en el peso de los índices generaría un ambiente de compra de la acción por parte de fondos de inversión pasivos que siguen índices, pudiendo aumentar el valor de la acción, al menos en el corto plazo

Múltiplo de valorización *v/s* *free float*



- Por otro lado, no existe una correlación clara, al menos en la muestra utilizada, entre los múltiplos de valorización implícitos de mercado y el *free float* valorizado de las compañías del IPSA
- Esta independencia entre las variables analizadas se hace más notoria aún cuando se eliminan de la muestra aquellas compañías con un ADTV menor a USD 0,5 millones
- Es razonable que haya un efecto cuando una compañía con escasa liquidez aumenta significativamente su *free float*, sin embargo, no es evidente que esto también suceda con compañías que ya cuentan con una liquidez importante

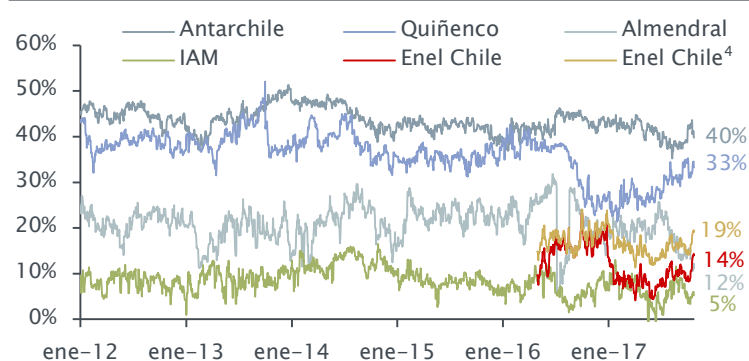
Fuente: Bloomberg (24 de octubre de 2017)

¹ El tamaño de las burbujas representa la capitalización de mercado promedio durante el año 2017 al 24 de octubre de 2017. Las burbujas rojas corresponden a E-CL, Colbún, AES Gener, Enel Américas, Enel Chile y Enel Gx

Descuento de *holding* de Enel Chile

- El descuento o premio de *holding* se configura cuando existe una diferencia entre el valor de mercado de una matriz o *holding* y la suma de las partes de los activos que lo componen a valor de mercado. Esto último suele denominarse activos netos de la compañía o NAV, por sus siglas en inglés
- Algunas de las principales razones generalmente esgrimidas para la existencia de descuentos de *holding* son las siguientes:
 - Problemas de agencia entre accionista controlador y minoritario, y accionistas y administración
 - Diferencias de liquidez entre la acción del holding y las acciones de las compañías que integran su portafolio
 - Costos tributarios a nivel del *holding*
 - Gastos propios del *holding*
 - Eventuales rescates de subsidiarias en quiebra para perpetuar la reputación del grupo controlador¹
 - Efecto portafolio o conglomerado
- Por el contrario, existen también razones que permitirían sugerir la existencia de premios de *holding*:
 - Sinergias operacionales y financieras producto del control combinado de distintas compañías
 - Diversificación de riesgos
 - Posibilidad de extraer beneficios privados desde una subsidiaria hacia el *holding* controlador o *tunneling*
- Distintos autores², a partir de estudios estadísticos de casos reales chilenos, concluyen que incluso *holdings* en los cuales todos sus activos son transados en bolsa, y por tanto el NAV es calculado directamente, transan con un descuento en relación al NAV
- Resulta difícil poder separar el descuento de *holding* puro (una matriz con un único activo subyacente, ambas con liquidez razonable, como el caso de IAM-Aguas Andinas) de los otros efectos como el efecto portafolio, o problemas de agencia
 - Sin embargo, la información del mercado chileno permite al menos postular que los *holdings* que poseen más de un único activo, como Quiñenco y Antarchile, poseen un mayor descuento de holding que aquellos con un único activo subyacente como IAM
- El caso de Enel Chile es particular. Si bien ambos activos subyacentes, Enel Gx y Enel Dx, transan en el mercado, el primero tiene una alta liquidez, mientras que el segundo tiene una baja o prácticamente nula liquidez
 - Si se utilizan los precios de mercado de Enel Gx y Enel Dx para el cálculo del NAV de Enel Chile, la mediana del descuento de *holding* diario desde el 29 de abril de 2016 es de 11%, y el descuento al momento del anuncio de la Transacción Propuesta era de 10%
 - Sin embargo, el valor de mercado de Enel Dx estaría subvalorado si se compara con otros negocios regulados o su valorización por flujos de caja descontados. Considerando un ajuste al valor de Enel Dx en base a un múltiplo de 9,0x veces EV/EBITDA_{UDM} la mediana desde el 29 de abril de 2016 es 16% y el descuento al momento del anuncio era también de 16%

Descuento de principales *holdings* en Chile (%)



Holding	Activos listados	ADTV holding (USDmm)	Descuento de holding				
			Mínimo	Máximo	Actual	Mediana	Promedio
IAM	Aguas Andinas	845	-1%	17%	5%	8%	8%
Antarchile	Empresas Copec, Colbún	620	35%	51%	40%	43%	43%
Almendral	Entel	224	6%	32%	12%	21%	21%
Invercap	Cap	144	-315%	36%	-12%	11%	-18%
Quiñenco	B.Chile, CCU, CSAV, otros	719	21%	52%	33%	37%	36%
Enel Chile	Enel Gx, Enel Dx	3.724	4%	23%	14%	11%	12%
Enel Chile ⁴	Enel Gx, Enel Dx ajustado	3.724	11%	24%	19%	16%	17%

Fuentes: Reportes de las compañías y Bloomberg al 24 de octubre de 2017

¹ Lefort, González, 2011, "Holding Company Discount and business Groups Optimal Bailout of Subsidiaries", Documento de Trabajo 34, UDP

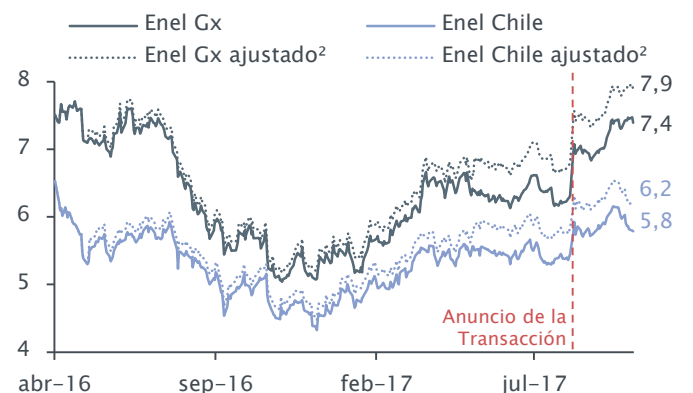
² Lefort, González, 2010, "On Holding Discounts Determinants", y Gálvez, 2009, "El descuento por Holding en el Mercado Chile, 1993-2007: Evolución y Análisis Estadístico". Tesis de magíster, PUC

³ Para calcular el NAV de cada *holding* se sumó la capitalización de mercado de las subsidiarias que consolida, se restó la deuda financiera neta del *holding* y se sumó el EBITDA individual del *holding* más el de las filiales no listadas, estimado como diferencia entre la suma de las filiales listadas y el del *holding*, valorizado al EV/EBITDA_{UDM} del *holding* en su respectivo periodo, y se sumó el valor libro de las inversiones con participaciones minoritarias

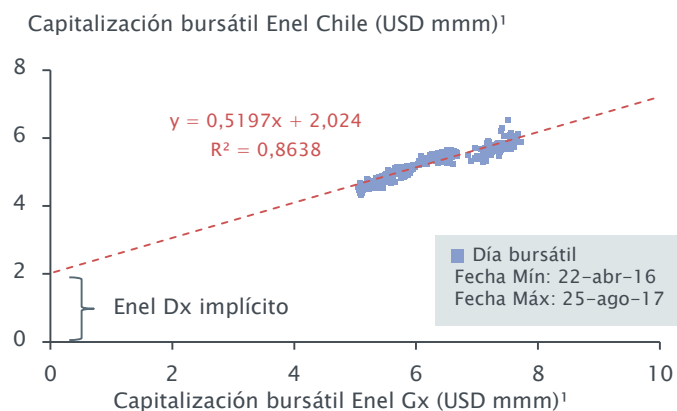
⁴ Considera el valor de Enel Dx equivalente valorizado a 9,0x EV/EBITDA de los últimos doce meses en base a la valorización por DCF

Relación entre el precio de las acciones de Enel Chile y Enel Gx

Capitalización bursátil (USD mmm)¹

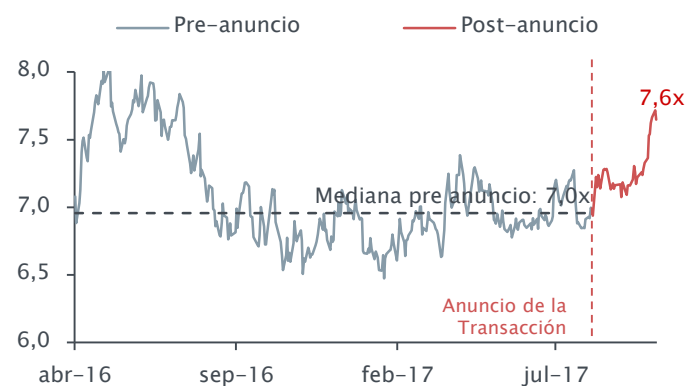


Capitalización bursátil diaria de Enel Chile vs. Enel Gx hasta el día del anuncio

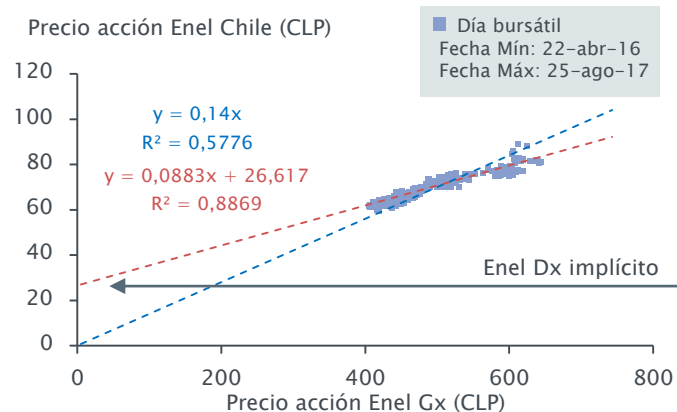


- Existe correlación positiva entre la capitalización bursátil de Enel Chile y de Enel Gx
- Una variación de un 10% sobre la capitalización bursátil de Enel Gx, se traduce en aproximadamente una variación de un 52% sobre la capitalización bursátil de Enel Chile

Precio acción Enel Chile/Enel Gx (veces)



Precio acción diario de Enel Chile vs. Enel Gx hasta el día del anuncio



- A partir de la relación entre los precios de mercado de Enel Chile y de Enel Gx se puede estimar el valor que el mercado le da a Enel Dx
- Lo anterior supone que el valor de Enel Dx es constante durante el periodo de análisis
- El valor de Enel Dx implícito es de CLP 26,6 por acción de Enel Chile, equivalente a USD 2.071 millones³, un 18% de descuento respecto a la valorización por DCF

Fuente: Bloomberg a 24 octubre de 2017

¹ Tipo de cambio histórico

² Capitalización bursátil considera repartos de dividendos

³ Valor de Enel Dx implícito en la relación de los precios de mercado de Enel Chile y Enel Gx representa un 18% de descuento comparado al valor por DCF detallado en el Capítulo IV

Anexos

Anexo II: Parámetros de valorización

Principales parámetros y convenciones utilizadas en las valorizaciones por flujo de caja descontado

Construcción del flujo de caja libre a descontar

Información operativa
Ingresos, costos y gastos
(+) EBITDA
(-) Depreciación y amortización
(=) Resultado Operacional (EBIT)
(-) Impuestos sobre EBIT
(+) Depreciación y amortización
(-) CAPEX
(-) Inversión en capital de trabajo
(=) Flujos de caja libre
Tasa de descuento WACC ¹
(=) Valor Compañía (EV)
(-) Deuda financiera neta ²
(-) Ajustes de "Equity Bridge" ³
(-) Interés minoritario
(=) Valor Económico del Patrimonio

¹ Costos de capital promedio ponderado, "WACC" por sus siglas en inglés

² Deuda financiera neta = deuda financiera - caja y equivalentes

³ Ajustes entregados por la administración de las compañías, que considera, además de la deuda financiera neta, cuentas por cobrar y por pagar no comerciales, provisiones, y dividendos por pagar, entre otros

Criterios de valorización

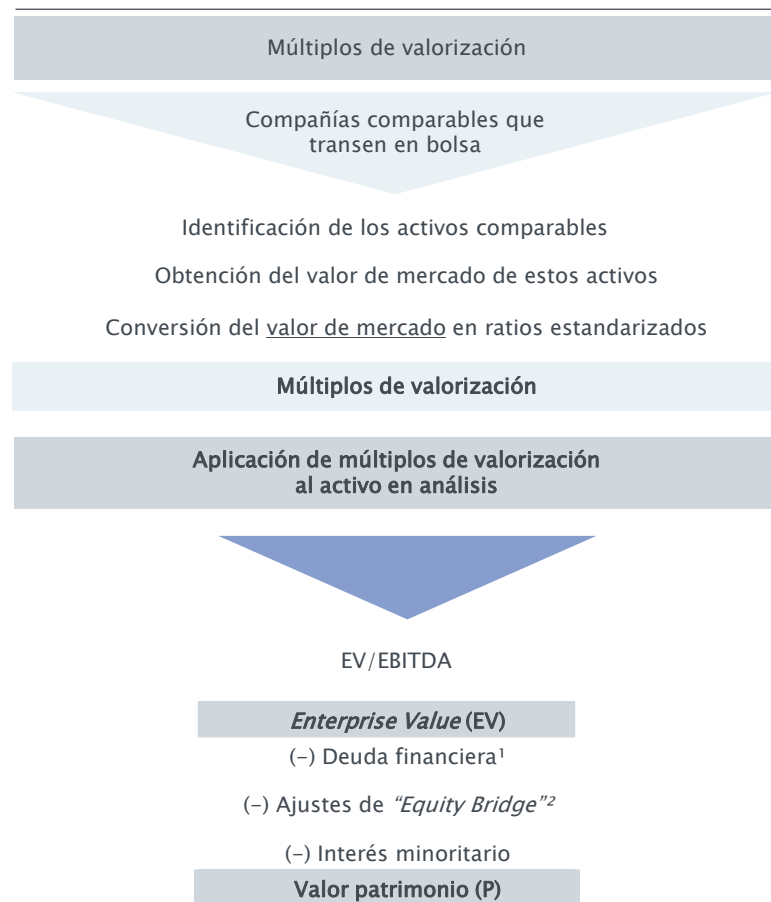
Activos	<ul style="list-style-type: none"> Enel Gx individual y filiales con participaciones minoritarias, Enel Dx, Enel Chile individual y EGP Latam consolidado y filiales con participaciones minoritarias
Proyecciones	<ul style="list-style-type: none"> Preparadas por la administraciones de las compañías para todos los Activos Proyecciones financieras 2017-2022, y detalle de margen bruto de compañías de generación hasta el 2045
Moneda de flujo de caja a descontar	<ul style="list-style-type: none"> USD para Enel Gx, Enel Chile y EGP Latam CLP para Enel Dx
Período de valorización	<ul style="list-style-type: none"> 30 de junio de 2017 al 31 de diciembre 2045 para Enel Gx, Enel Chile y EGP Latam 30 de junio de 2017 al 31 de diciembre 2022 para Enel Dx
Fecha de valorización	<ul style="list-style-type: none"> 30 de junio de 2017 (últimos Estados Financieros disponibles)
Tasa de impuestos	<ul style="list-style-type: none"> 27%

Cálculo del WACC por compañía

	Enel Gx USD	Enel Chile USD	EGP Latam USD	Enel Dx USD	Enel Dx CLP
Beta desapalancado	0,60	0,58	0,65	0,55	0,55
Beta apalancado	0,75	0,72	1,12	0,75	0,75
Tasa libre de riesgo US T 20 años	2,66%	2,66%	2,66%	2,66%	-
Prima por riesgo país	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	-
Tasa libre de riesgo Chile	3,76%	3,76%	3,76%	3,76%	4,91%
Premio por riesgo mercado	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Tasa de impuestos	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Relación D/P Compañía	0,33	0,33	1,00	0,49	0,49
Relación D/(D+P) Compañía	0,25	0,25	0,50	0,33	0,33
Costo de la deuda	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	6,15%
Prima sobre libre de riesgo	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%
Costo del patrimonio	8,61%	8,45%	11,07%	8,62%	9,77%
WACC	7,4%	7,2%	7,4%	7,0%	8,0%

Metodología de valorización por múltiplos comparables

Metodología de valorización



Metodología de valorización

Nombre	País	Capitalización bursátil	EV	EV ajustado ¹	EV/EBITDA 2019 Ajustado
Generación renovables					
Infigen Energy	Australia	538	906	906	7,4x
Tilt Renewables	Australia	453	884	884	8,3x
TransAlta Renewables	Canadá	2.874	3.694	3.695	10,4x
Boralex	Canadá	1.356	3.470	3.489	10,6x
Innergex Renewable	Canadá	1.283	3.872	3.906	13,5x
Alterra Power	Canadá	239	627	645	11,8x
Pattern Energy	EE.UU.	2.157	5.031	6.005	12,6x
TerraForm Power	EE.UU.	1.254	6.027	5.748	12,4x
TerraForm Global	EE.UU.	548	1.430	1.318	9,2x
8point3	EE.UU.	437	1.741	1.634	13,6x
Saeta Yield	España	929	2.628	2.628	9,5x
Mediana					10,6x
Promedio					10,8x
Generación Chile:					
AES Gener	Chile	2.994	7.174	7.262	8,6x
Colbún	Chile	4.246	5.572	5.623	8,3x
Engie Chile	Chile	2.259	3.040	3.028	6,8x
Mediana					8,3x
Promedio					7,9x
Distribución:					
Aguas Andinas	Chile	3.870	5.334	5.529	10,5x
EEB	Colombia	6.277	8.373	8.444	9,4x
Mediana					10,0x
Promedio					10,0x

¹ Ajuste del interés minoritario a precio de mercado consistente en restar del EV el interés minoritario contable a partir del cual fue construido y sumarle el interés minoritario ajustado por la razón capitalización bursátil dividido en el valor libro de la compañía
Fuente: S&P Capital IQ (24-oct-2017)

¹ Deuda financiera neta = deuda financiera - caja y equivalentes

² Corresponde a los ajustes entregados por la administración

Anexos

Anexo III: Otras transacciones relevantes

Transacciones recientes de filiales dedicadas a energías renovables adquiridas por sus matrices de energía diversificadas

<p>Adquisición de Enel Green Power por parte de Enel</p>	<ul style="list-style-type: none"> El 17 de noviembre de 2015, Enel y EGP, esta última controlada en ese entonces por Enel con un 68,3% de participación accionaria, anunciaron la integración total de EGP en Enel mediante un aumento de capital en Enel a ser suscrito con acciones de EGP La transacción significó un aumento de capital por cerca de USD 3.300 millones en Enel, equivalente al 2,4% de su propiedad que fue suscrito en acciones de EGP por parte de sus accionistas minoritarios El 1 de abril de 2016, luego del cierre de la transacción, EGP fue deslistada de las bolsas de Milán y de Madrid 																																																																													
<p>Adquisición de Iberdrola Renovables por parte de Iberdrola</p>	<ul style="list-style-type: none"> El 8 de marzo de 2011, Iberdrola anuncia que planea adquirir la totalidad de las acciones de su filial Iberdrola Renovables, de la cual poseía el 80% del capital social, mediante una fusión por absorción La transacción por un valor aproximado de EUR 2.500 millones se llevó a cabo mediante una distribución de un dividendo extraordinario de Iberdrola Renovable por el equivalente al 40% del monto, más un intercambio en acciones de ambas compañías por el remanente Iberdrola ejecutó un plan de recompra de acciones de su propia emisión por aproximadamente el 4,3% de su propiedad para poder ofrecer estas acciones a los accionistas minoritarios de Iberdrola Renovables 																																																																													
<p>Adquisición de EDF Energies Nouvelles por parte de EDF</p>	<ul style="list-style-type: none"> El 8 de abril de 2011, Electricité de France (“EDF”) realiza una oferta para adquirir el 50% remanente de su filial EDF Energies Nouvelles en EUR 1.400 millones mediante una combinación de caja y acciones de EDF La oferta consideró un precio por acción explícito de EDF Energies Nouvelles de EUR 40, un premio de 9% respecto del día previo al anuncio de la transacción La transacción se completó el 23 de junio de 2011 y consideró un 56% del precio en efectivo y un 44% en acciones de EDF 																																																																													
<p>Información relevante</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Matriz</th> <th></th> <th>Iberdrola</th> <th>EDF</th> <th>Enel</th> <th>Promedio</th> <th>Mediana</th> </tr> <tr> <th>Filial renovable</th> <th></th> <th>Iberdrola Renovables</th> <th>EDF Energies Nouvelles</th> <th>Enel Green Power</th> <th></th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Fecha anuncio</td> <td></td> <td>08-mar-2011</td> <td>08-abr-2011</td> <td>17-nov-2015</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Fecha transacción</td> <td></td> <td>08-jul-2011</td> <td>23-jun-2011</td> <td>31-mar-2016</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>% adquirido por la matriz</td> <td>%</td> <td>20,0%</td> <td>50,0%</td> <td>31,7%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Monto de la transacción</td> <td>EUR mm</td> <td>2.500</td> <td>1.400</td> <td>3.000</td> <td>2.300</td> <td>2.500</td> </tr> <tr> <td>Monto de la transacción</td> <td>USD mm</td> <td>3.600</td> <td>2.000</td> <td>3.400</td> <td>3.000</td> <td>3.400</td> </tr> <tr> <td>Tipo de adquisición/fusión</td> <td></td> <td>acciones y caja¹</td> <td>acciones y caja</td> <td>acciones</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EV/EBITDA_{UDM} a la fecha de la transacción</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Filial</td> <td>veces</td> <td>12,3x</td> <td>15,6x</td> <td>10,8x</td> <td>12,9x</td> <td>12,3x</td> </tr> <tr> <td>Matriz</td> <td>veces</td> <td>7,8x</td> <td>5,1x</td> <td>6,1x</td> <td>6,3x</td> <td>6,1x</td> </tr> </tbody> </table> <p>Fuente: S&P Capital IQ, reportes de las compañías ¹ La transacción incluyó la distribución de un dividendo extraordinario de EUR 1.200 millones por parte de Iberdrola Renovables días antes del cierre de la transacción. El precio por acción implícito en la oferta considerado para el cálculo de los premios consideró un ajuste por este monto</p>	Matriz		Iberdrola	EDF	Enel	Promedio	Mediana	Filial renovable		Iberdrola Renovables	EDF Energies Nouvelles	Enel Green Power			Fecha anuncio		08-mar-2011	08-abr-2011	17-nov-2015			Fecha transacción		08-jul-2011	23-jun-2011	31-mar-2016			% adquirido por la matriz	%	20,0%	50,0%	31,7%			Monto de la transacción	EUR mm	2.500	1.400	3.000	2.300	2.500	Monto de la transacción	USD mm	3.600	2.000	3.400	3.000	3.400	Tipo de adquisición/fusión		acciones y caja ¹	acciones y caja	acciones			EV/EBITDA _{UDM} a la fecha de la transacción							Filial	veces	12,3x	15,6x	10,8x	12,9x	12,3x	Matriz	veces	7,8x	5,1x	6,1x	6,3x	6,1x
Matriz		Iberdrola	EDF	Enel	Promedio	Mediana																																																																								
Filial renovable		Iberdrola Renovables	EDF Energies Nouvelles	Enel Green Power																																																																										
Fecha anuncio		08-mar-2011	08-abr-2011	17-nov-2015																																																																										
Fecha transacción		08-jul-2011	23-jun-2011	31-mar-2016																																																																										
% adquirido por la matriz	%	20,0%	50,0%	31,7%																																																																										
Monto de la transacción	EUR mm	2.500	1.400	3.000	2.300	2.500																																																																								
Monto de la transacción	USD mm	3.600	2.000	3.400	3.000	3.400																																																																								
Tipo de adquisición/fusión		acciones y caja ¹	acciones y caja	acciones																																																																										
EV/EBITDA _{UDM} a la fecha de la transacción																																																																														
Filial	veces	12,3x	15,6x	10,8x	12,9x	12,3x																																																																								
Matriz	veces	7,8x	5,1x	6,1x	6,3x	6,1x																																																																								