

Análisis de Fusión

Compañía General de Electricidad S.A con Empresa Eléctrica de Arica S.A., Empresa Eléctrica de Iquique S.A. y Empresa Eléctrica de Antofagasta S.A.

Empresa Eléctrica de Iquique S.A.

4 de Mayo de 2018

4 de mayo de 2018

Señores
Miembros del Directorio
Empresa Eléctrica de Iquique S.A.

De nuestra consideración,

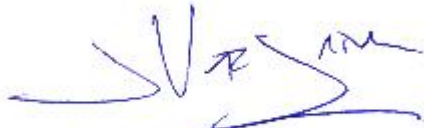
De acuerdo con nuestra propuesta de servicios, Valtin Capital Asesores Financieros SpA, presenta a Empresa Eléctrica de Iquique S.A., el informe relativo a la evaluación independiente de la propuesta de fusión de Empresa Eléctrica de Arica S.A., Empresa Eléctrica de Iquique S.A. y Empresa Eléctrica de Antofagasta S.A, en Compañía General de Electricidad S.A., en el marco del artículo 147 de la Ley de Sociedades Anónimas.

Nuestro análisis y proyecciones se han basado en la situación financiera de las compañías informada por la administración de Empresa Eléctrica de Iquique S.A., a la fecha de emisión de este Informe.

La información entregada por la administración de Empresa Eléctrica de Iquique S.A. no ha sido verificada por Valtin Capital, ni se ha realizado una auditoría a dicha información.

Los resultados presentados en este Informe no toman en consideración eventos ocurridos con posterioridad a esta fecha.

Saluda atentamente,



Javier Vergara Marshall
Socio Principal
Valtin Capital Asesores Financieros

Glosario

Administración:	Administración de Eliqsa
CGE o la Sociedad:	Compañía General de Electricidad S.A.
EBITDA:	Earnings Before Interest, Depreciation & Amortization
EDELMAG:	Empresa Eléctrica de Magallanes S.A.
EDET:	Empresa de Distribución Eléctrica de Tucumán S.A.
EJESA:	Empresa Jujeña de Energía S.A.
EJSEDSA:	Empresa Jujeña de Sistemas Energéticos Dispersos S.A.
ELECDA:	Empresa Eléctrica de Antofagasta S.A
ELIQSA:	Empresa Eléctrica de Iquique S.A
EMELARI:	Empresa Eléctrica de Arica S.A
EMEL NORTE:	Emel Norte S.A
FCD:	Flujos de Caja Descontados
Gas Natural Fenosa:	Gas Natural Fenosa SDG
Informe:	Informe “Análisis de Fusión CGE con EMELARI, ELIQSA y ELECDA”
SEN:	Sistema Eléctrico Nacional
SIC:	Sistema Interconectado Central
SING:	Sistema Interconectado del Norte Grande
TRANSEMEL:	Empresa de Transmisión Eléctrica Transemel S.A
Valtin Capital:	Valtin Capital Asesores Financieros SpA
VPA:	Valor Patrimonial Ajustado
WACC:	Weighted Average Cost of Capital (Costo de Capital Promedio Ponderado)

Contenidos

Glosario.....	3
I. Resumen Ejecutivo	5
II. Introducción	6
<i>i. Contexto.....</i>	<i>6</i>
<i>ii. Objetivos y Alcance.....</i>	<i>7</i>
<i>iii. Metodologías de Valorización</i>	<i>8</i>
<i>iv. Limitaciones</i>	<i>9</i>
III. Descripción de la Potencial Transacción.....	9
<i>i. Descripción de las Empresas Involucradas.....</i>	<i>9</i>
<i>ii. Estructura Actual y Fusionada.....</i>	<i>12</i>
IV. Efectos de la Fusión para ELIQSA	12
<i>i. Efectos Cualitativos.....</i>	<i>12</i>
<i>ii. Efectos Cuantitativos.....</i>	<i>14</i>
<i>iii. Ecuación de Canje</i>	<i>15</i>
V. Conclusiones	16

I. Resumen Ejecutivo

La fusión propuesta de **EMELARI, ELIQSA** y **ELECDA**, con **CGE** como sociedad absorbente es parte de un proceso de reorganización y simplificación societaria de **CGE** que se inició con la toma de control de la compañía por parte del grupo español Gas Natural Fenosa en 2014.

Como parte de los requerimientos de la Ley de Sociedades Anónimas en su Artículo 147, este **Informe** analiza si dicha fusión contribuye al interés social y si se ajusta en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalecen en el mercado al tiempo de su celebración. Para estos efectos se analizan en forma independiente los efectos cualitativos y cuantitativos que se generarían producto de la fusión propuesta a los accionistas de **ELIQSA**; así como las condiciones financieras de dicha operación.

Se han identificado efectos cualitativos y cuantitativos de la fusión para los accionistas de **ELIQSA**:

1. Efectos Cualitativos: Diversificación geográfica y de industria de los riesgos de los accionistas minoritarios, mejora de la liquidez de las acciones y mejora en las condiciones de acceso a financiamiento para **ELIQSA**, entre otros.
2. Efectos Cuantitativos: La siguiente tabla muestra un resumen de impactos cuantitativos la fusión propuesta.

<i>MM\$ Anuales</i>	Rango Inferior	Rango Superior
Consolidación Mejoras Operacionales y Reducción Gastos Corporativos, Administrativos y Financieros	\$ 1.300	\$ 1.800
Consolidación Mejoramiento de Márgenes	\$ 400	\$ 600
Consolidación de Mejoras Costo de Inversión	\$ 500	\$ 800
Efecto Tributario ¹	\$ 200	\$ 400

¹ Corresponde al efecto neto de la mayor depreciación producto de la fusión y la consolidación de beneficios de operación conjunta.

El rango de la ecuación de canje de las acciones de **EMELARI**, **ELIQSA** y de **ELECDA** por una acción de **CGE**, se muestran a continuación:

	Relación de Canje de Acuerdo a:	
	Rango Inferior Precio de Acción	Rango Superior Precio de Acción
Acciones de CGE por 1 acción de EMELARI	0,3844	0,4070
Acciones de CGE por 1 acción de ELIQSA	0,7603	0,8106
Acciones de CGE por 1 acción de ELECDA	0,6909	0,7392

Considerando que las ecuaciones de canje propuestas son de 0,4031 acciones de **CGE** por cada acción de **EMELARI**, de 0,8065 acciones de **CGE** por cada acción de **ELIQSA** y de 0,7387 acciones de **CGE** por cada acción de **ELECDA**, se encuentran en el rango de valor de mercado estimado, podemos concluir que las relaciones de canje propuestas son de mercado.

En base al análisis realizado y a los antecedentes que se muestran en este **Informe**, concluimos, como evaluadores independientes, que la fusión propuesta contribuye al interés social de los accionistas de **ELIQSA** y se ajusta en precio, términos y condiciones, a las de mercado para este tipo de operaciones a la fecha de emisión de este **Informe**.

II. Introducción

i. Contexto

Desde la toma de control de **CGE** por parte del grupo español **Gas Natural Fenosa** en 2014, se ha llevado a cabo una reestructuración de la malla societaria del grupo en Chile, de manera de simplificar su estructura y lograr sinergias mediante la reducción de costos.

En agosto de 2016, se llevó a cabo la fusión de Gas Natural Fenosa Chile S.A. con **CGE**, para posteriormente dividirse en dos (**CGE** y CGE Gas Natural S.A.) de manera de separar los negocios de gas y de electricidad.

A fines de 2016, se aprobó la fusión de **CGE** con Transnet S.A., para posteriormente, en 2017 fusionar Emel Norte y Emelat Inversiones S.A. con **CGE**. A raíz de esto, se incorporó la totalidad del patrimonio y los accionistas de ambas sociedades a **CGE**, quedando disueltas.

En noviembre de 2017, en respectivas Juntas Extraordinarias de Accionistas, se aprobó la fusión por absorción o incorporación de CGE Distribución S.A, Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A y Empresa Eléctrica Atacama S.A. a **CGE**, adquiriendo esta última todos sus activos y pasivos y sucediéndolas en todos sus derechos y obligaciones, sin necesidad de liquidación de las sociedades absorbidas.

Con esta fusión, **CGE** continúa con su plan de reorganización y avanza en el objetivo de reunir en su patrimonio el activo fijo relacionado con las actividades de distribución de electricidad de las filiales absorbidas.

Actualmente **CGE** se encuentra analizando la fusión de **EMELARI**, **ELIQSA** y **ELECDA** con **CGE**, las cuales corresponden a filiales de distribución que operan en el **SING**.

ii. Objetivos y Alcance

Los objetivos de nuestro trabajo son los siguientes:

1. Realizar la valoración independiente de las compañías que son parte del proceso de fusión, al 31 de marzo de 2018, utilizando la metodología de **Flujos de Caja Descontados** (Valor Patrimonial) y Múltiplos de Mercado y otras como **Valor Patrimonial Ajustado**.
2. Opinar sobre los impactos de la operación para los accionistas de **ELIQSA** en base al artículo 147 de la Ley de Sociedades Anónimas. Para lo cual se realizará lo siguiente:
 - Analizar si la operación es de mercado a la fecha de la operación, en relación a su precio, términos y condiciones; estimando un rango para las ecuaciones de canje.
 - Analizar si la operación contribuye al interés social de la compañía.

El alcance de nuestro trabajo incluye lo siguiente:

- Entendimiento del proceso de fusión entre **EMELARI**, **ELIQSA** y **ELECDA** en **CGE**.
- Análisis cuantitativo y cualitativo de la fusión propuesta, de manera de analizar los efectos y potenciales impactos que razonablemente pueda esperarse que la operación tenga sobre los accionistas de **ELIQSA**.

- Determinar si la operación propuesta contribuye al interés social de **ELIQSA** y pronunciarse acerca de sus condiciones, sus efectos y su potencial impacto para dicha sociedad.

iii. Metodologías de Valorización

1. Enfoque de Ingresos

Uno de los enfoques utilizados para realizar la valorización de las empresas involucradas en la potencial fusión es el denominado Enfoque de Ingresos, que asume un negocio continuo con potencial para futuras utilidades económicas.

La metodología utilizada fue la de **FCD**. Bajo este método, el valor es determinado en base al valor presente de los flujos de caja futuros esperados en cada año para un período específico de pronóstico llamado “período de proyección”. El valor presente de los flujos de caja esperados del período de proyección aumenta con el valor del negocio más allá del período mencionado, generalmente calculado usando el método de capitalización de flujos de caja (si los flujos se han estabilizado y el negocio continuará) o usando el valor de liquidación (si el negocio terminara).

Al utilizar el método de **FCD** para valorizar un negocio, los flujos de caja que generará el negocio deben ser descontados y llevados a valor presente usando una tasa de retorno que tome en cuenta el riesgo relativo de la realización de los flujos de caja y el valor del dinero en el tiempo.

La tasa utilizada para descontar los flujos de caja proyectados es el **WACC**.

2. Enfoque de Mercado

Otro enfoque utilizado para la valorización de las empresas involucradas en la potencial fusión es el Enfoque de Mercado. Este enfoque se basa en el valor de transacciones de empresas similares y el valor de mercado de empresas comparables que sean transadas en bolsas de valores.

Con estos valores se calculan ratios que permiten estimar un rango de valor razonable para la empresa en cuestión.

3. Enfoque de Costos

Este enfoque se basa su estimación del valor razonable de mercado de una compañía como la sumatoria del costo de reposición de cada uno de sus activos fijos, financieros, intangibles y otros para obtener el valor total de activos de la compañía. Al valor de todos los activos de la compañía se le deberá restar el valor de todos los pasivos, existentes y contingentes, para arribar al valor de las acciones (patrimonial).

Uno de los métodos utilizados bajo este enfoque es el Valor Patrimonial Ajustado (en adelante, "VPA"). Este método ajusta los valores de los activos y pasivos contables (históricos) a su valor de mercado, realizando depuraciones en de dichos activos y pasivos, aplicando revaluaciones a cuentas específicas que así lo requieran.

iv. Limitaciones

Nuestro trabajo no incluyó la verificación de la información entregada por la **Administración** y no pretende constituir una auditoría o revisión limitada de dicha información. De la misma manera, no expresamos ninguna opinión sobre la información financiera u otra información relacionada a los activos y pasivos mencionados anteriormente.

III. Descripción de la Potencial Transacción

i. Descripción de las Empresas Involucradas

1. Compañía General de Electricidad S.A.:

CGE es un holding de empresas que posee una presencia significativa en el sector electricidad, especialmente en distribución y transmisión de energía eléctrica en Chile y Argentina.

En el negocio de distribución de energía eléctrica en Chile y en Argentina, **CGE** abastecía a 3.815.679 clientes al 31 de diciembre de 2017.

En Chile, **CGE** participa en el negocio de distribución de energía eléctrica, el cual realiza directamente y a través de sus subsidiarias **EMELARI**, **ELIQSA**, **ELECDA** y Empresa Eléctrica de



Magallanes S.A., que en conjunto abastecen a 2.857.102 clientes entre la Región de Arica y Parinacota y la Región de La Araucanía, y la Región de Magallanes. Las ventas físicas en Chile alcanzaron a 13.181 GWh al 31 de diciembre de 2017.

En Argentina, **CGE** a través de sus empresas relacionadas Energía San Juan, EDET, EJESA y EJSERDA abastece a 958.577 clientes distribuidos en las provincias de San Juan, Tucumán y Jujuy, con ventas físicas que alcanzaron a 5.041 GWh al 31 de diciembre de 2017.

CGE participa en el negocio de transformación y transporte de energía eléctrica tanto en el Sistema Eléctrico Nacional (anteriormente **SIC y SING**) y también en el Sistema de Magallanes.

La empresa posee actualmente participación directa e indirecta de un 92,68% en **ELECDA (71,81% directo)**, 94,16% en **EMELARI** (69,43% directo) y un 88,58% directo en **ELIQSA**.

2. ELECDA:

De **EMEL NORTE** dependían tres compañías de distribución; **ELECDA**, **EMELARI** y **ELIQSA** y una de transmisión **TRANSEMEL**, todas las cuales operaban en el **SING**. El 27 de junio de 2017, en respectivas Juntas Extraordinarias de Accionistas, se aprobó la fusión por incorporación de **EMEL NORTE en CGE**.

ELECDA distribuye, trasmite y comercializa energía eléctrica, en las comunas de Antofagasta, Taltal, Sierra Gorda, Mejillones, Calama y Tocopilla, entre otras.

Al 31 de diciembre de 2017 abastecía de electricidad a 180.214 clientes, y alcanzó 921 GWh, en ventas físicas a clientes regulados, con una variación respecto al año anterior de 2,0% y 1,4%, respectivamente.

ELECDA cuenta con 742 km. de líneas de media tensión, 1.194 km. de líneas de baja tensión. En transmisión zonal cuenta con 128 km. de líneas de alta tensión y nueve subestaciones transformadoras con una potencia instalada de 245 MVA.

Posee una participación accionaria en la subsidiaria **TRANSEMEL** de 11,0% y durante 2017 realizó inversiones por \$ 9.001 millones, alcanzando un EBITDA de \$ 7.915 millones y una utilidad de \$ 1.578 millones.





3. EMELARI:

Distribuye, trasmite y comercializa energía eléctrica en la Región de Arica y Parinacota. Al 31 de diciembre de 2017 la sociedad abastecía de electricidad a 72.860 clientes a quienes suministró 310 GWh, con una variación respecto al año anterior de 1,8% y 1,9%, respectivamente.

EMELARI cuenta con 588 km. de líneas de media tensión, 654 km. de líneas de baja tensión. En transmisión zonal cuenta con 3,6 km. de líneas de alta tensión y tres subestaciones transformadoras con una potencia instalada de 74 MVA.

Posee participación accionaria en las subsidiarias **ELECDA** y **TRANSEMEL** de 13,12% y 5,0%, respectivamente. Adicionalmente, durante 2017 realizó inversiones por \$ 4.152 millones que se destinaron fundamentalmente a la construcción de obras de infraestructura y adquisición de equipamiento.

Por otro lado, el EBITDA y utilidad alcanzados fueron de \$ 4.044 y \$ 2.469 millones, respectivamente.

4. ELIQUA:

Distribuye, trasmite y comercializa energía eléctrica, en la Región de Tarapacá, en las comunas de Iquique, Pica, Pozo Almonte, Huara y Alto Hospicio, entre otras. Al 31 de diciembre de 2017 abastecía de electricidad a 101.098 clientes a quienes suministró 484 GWh, con una variación respecto al año anterior de 3,1% y 1,3%, respectivamente.

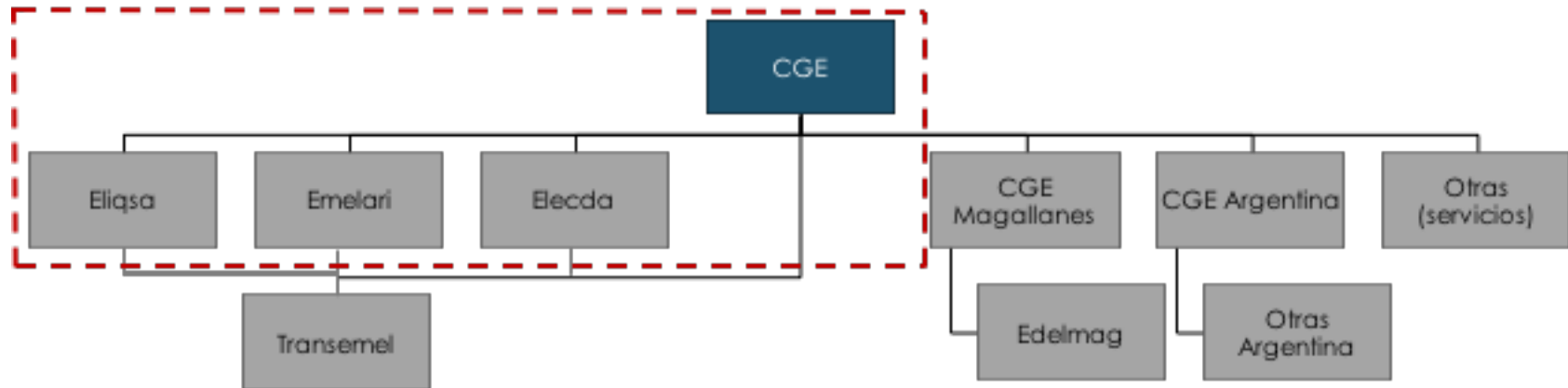
ELIQUA cuenta con 824 km. de líneas de media tensión, 618 km. de líneas de baja tensión. En transmisión zonal cuenta con seis subestaciones transformadoras con una potencia instalada de 129 MVA.

Posee una participación accionaria en **EMELARI**, **ELECDA** y **TRANSEMEL** de 24,73%, 7,74% y 9,0%, respectivamente. Adicionalmente, durante 2017 realizó inversiones por \$ 6.166 millones, alcanzando un EBITDA de \$ 7.301 millones y una utilidad de \$ 5.183 millones.



ii. Estructura Actual y Fusionada

A continuación, se muestra la malla resumida² actual del **Grupo CGE**. En esta operación, se está analizando fusionar **EMELARI**, **ELIQSA** y **ELECDA** con **CGE**.



IV. Efectos de la Fusión para ELIQSA

i. Efectos Cualitativos

1. Diversificación: de concretarse la fusión, los accionistas de **EMELARI**, **ELIQSA** y **ELECDA**, pasarían a tener participación minoritaria en **CGE** y su conjunto de negocios, que tiene operaciones de transmisión de electricidad directamente y de distribución de electricidad a lo largo de Chile, a través de sus filiales, además de los activos en Argentina. Con lo anterior lograrían una diversificación de riesgos tanto en el portafolio de negocios como una diversificación geográfica de sus operaciones.
2. Liquidez: el capital de **ELIQSA** al 31 de marzo de 2018 se componía de 182.932.687 acciones, distribuidas en 879 accionistas. De estas acciones **CGE** poseía el 88,6% y los minoritarios un 11,4% de las acciones a la misma fecha. A su vez **ELIQSA** poseía un 24,7% y 7,7% en **EMELARI** y **ELECDA**, respectivamente.

² Para más detalle ver malla competa en sitio web <http://www.cge.cl>

Al fusionarse **ELIQSA** con **CGE**, donde a marzo de 2018 se registraban 20.883.724 acciones minoritarias, el número de acciones no controladoras aumentará, con lo que se dará una mayor liquidez a la acción, a lo que se suma que las acciones de **ELIQSA** tuvieron cero presencia bursátil durante el 2017.

3. Consolidación de Eficiencias y Beneficios de Operación Conjunta: la fusión de **EMELARI**, **ELIQSA** y **ELECDA** con **CGE** permitiría obtener y consolidar y hacer recurrentes y sostenibles beneficios, tanto técnicos como comerciales y operacionales, asociados a la operación conjunta de todos los activos del negocio eléctrico en una sola empresa, lo que hoy ya realiza el grupo **CGE**, y que ha generado impactos positivos en términos de potenciales mejoras en margen, beneficios en costos operacionales y costo de inversiones. Lo anterior, en el marco de que se estima que sería difícil mantener estos beneficios en el tiempo si no se consolida la estructura societaria en una sola compañía.

Los principales beneficios de tener una operación conjunta corresponden a mejoras y unificación de prácticas y políticas en la plataforma de atención a clientes, mayor disponibilidad de recursos frente a situaciones de emergencia, reducción de costos por agrupación de volumen, posibilidad de nuevos negocios en distintas zonas geográficas, operación técnica conjunta en algunas áreas, reducción de costos unitarios de inversiones por negociación de mayores volúmenes, ahorros en gastos corporativos tales como los de auditorías, gastos legales, publicaciones (como la memoria), entre otros.

Además, esta estructura implicaría una simplificación en el Gobierno Corporativo y en la toma de decisiones, la creación de una organización integrada y el desarrollo de políticas de personas para el crecimiento de los colaboradores, la creación de una cultura corporativa única y la centralización de la relación con el stakeholder, entre otros.

4. Financiamiento: las alternativas de financiamiento a las que puede acceder actualmente **ELIQSA**, son inferiores a las que podría acceder al fusionarse con **CGE**, debido al tamaño de la compañía, por lo que se estima que la fusión le permitiría acceder a tasas de interés inferiores en los mismos instrumentos de deuda por efecto diversificación y tamaño, a nuevos instrumentos de deuda (bonos locales) e incluso eventualmente a mercados de financiamiento internacionales, todo lo cual amplía el espectro de oportunidades de financiamiento y genera oportunidades de mejora en su costo.

ii. Efectos Cuantitativos

1. Mejora en Flujo de Caja Recurrente:

A continuación, se muestra la estimación del impacto que tendría la fusión en flujo de caja anual al permitir la consolidación y recurrencia de beneficios de operación conjunta al concentrar en una sola sociedad todos los activos eléctricos, considerando una empresa en régimen hacia el año 2020 y en comparación con el año 2015 como año base, la cual estaría en el siguiente rango:

<i>MM\$ Anuales</i>	Rango Inferior	Rango Superior
Consolidación Mejoras Operacionales y Reducción Gastos Corporativos, Administrativos y Financieros	\$ 1.300	\$ 1.800
Consolidación Mejoramiento de Márgenes	\$ 400	\$ 600
Consolidación de Mejoras Costo de Inversión	\$ 500	\$ 800
Efecto Tributario ³	\$ 200	\$ 400

Adicionalmente, la concentración de los activos eléctricos en una sola sociedad, permitiría el establecimiento de una plataforma importante para la búsqueda futura de nuevas sinergias en relacionadas a costos operacionales, mejoramiento de márgenes y mejoras en costos de inversión.

2. Efectos Financieros: Desde el punto de vista financiero, de concretarse la fusión, ésta generaría en **CGE**, como sociedad continuadora, un efecto contable en resultados (no caja), de alrededor de **\$ 30.000 millones** producto de una disminución de los pasivos por impuestos diferidos.
3. Costos adicionales: Cabe destacar que producto de la potencial fusión se ha incurrido en costos adicionales, no recurrentes como informes por asesorías y otras publicaciones y trámites legales relacionados con la Fusión en un rango entre **\$ 20 y \$ 25 millones**. Adicionalmente, se estima que de concretarse la fusión descrita, a nivel de la empresa fusionada se deberá incurrir en gastos no recurrentes de aproximadamente **\$ 200 millones** asociados a temas de comunicaciones, unificación de marca y otros temas de identidad corporativa.

³ Corresponde al efecto neto de la mayor depreciación producto de la fusión y la consolidación de beneficios de operación conjunta.

iii. Ecuación de Canje

En base a los supuestos de valorización y utilizando las metodologías de valorización anteriormente detalladas, se obtiene el siguiente rango de valores por acción para **CGE**, **EMELARI**, **ELIQSA** y **ELECDA**:

<i>Precio por Acción (pesos)</i>	Rango Inferior (WACC + 0,3%)	Rango Superior (WACC – 0,3%)
CGE	731,2	906,1
EMELARI	297,6	348,3
ELIQSA	592,7	688,9
ELECDA	540,5	626,0

El rango fue construido sensibilizando la tasa de descuento **WACC** utilizada para las valorizaciones (\pm 0,3%).

Con lo anterior, las ecuaciones de canje de acciones (en veces) sobre acciones de **CGE** se resumen en:

	Relación de Canje de Acuerdo a:	
	Rango Inferior Precio de Acción	Rango Superior Precio de Acción
Acciones de CGE por 1 acción de EMELARI	0,3844	0,4070
Acciones de CGE por 1 acción de ELIQSA	0,7603	0,8106
Acciones de CGE por 1 acción de ELECDA	0,6909	0,7392

Considerando que las ecuaciones de canje propuestas son de 0,4031 acciones de **CGE** por cada acción de **EMELARI**, de 0,8065 acciones de **CGE** por cada acción de **ELIQSA** y de 0,7387 acciones de **CGE** por cada acción de **ELECDA**, se encuentran en el rango de valor de mercado estimado, podemos concluir que las relaciones de canje propuestas son de mercado.

V. Conclusiones

La fusión de **EMELARI, ELIQSA y ELECDA**, con **CGE** se está llevando a cabo, como parte de un proceso de reorganización y simplificación societaria de **CGE**.

La fusión propuesta tendría impactos positivos tanto cualitativos como cuantitativos para los accionistas de **ELIQSA** que se incorporen en **CGE** y las ecuaciones de canje propuestas para todas las sociedades involucradas en la fusión se encuentran en rango de mercado.

En base al análisis realizado y a los antecedentes que se muestran en este **Informe**, concluimos, como evaluadores independientes, que la fusión propuesta contribuye al interés social de los accionistas de **ELIQSA** y se ajusta en precio, términos y condiciones, a las de mercado para este tipo de operaciones a la fecha de emisión de este **Informe**.