

Análisis de Fusión

Compañía General de Electricidad S.A con
CGE Distribución S.A., Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica
S.A. y Empresa Eléctrica Atacama S.A.

Empresa Eléctrica Atacama S.A.

Noviembre de 2017

7 de noviembre de 2017

Señores
Miembros del Directorio
Empresa Eléctrica Atacama S.A.

De nuestra consideración,

De acuerdo con nuestra propuesta de servicios, Valtin Capital Asesores Financieros SpA, presenta a Empresa Eléctrica Atacama S.A., el informe relativo a la evaluación independiente de la propuesta de fusión de CGE Distribución S.A., Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. y su filial Empresa Eléctrica Atacama 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 Atacama S.A., a la fecha de emisión de este Informe.

La información entregada por la administración de Empresa Eléctrica Atacama 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 Emelat
CGE:	Compañía General de Electricidad S.A.
CGE Distribución:	CGE Distribución S.A.
Conafe:	Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A.
EBITDA:	Earnings Before Interest, Depreciation & Amortization
Emelat:	Empresa Eléctrica Atacama S.A.
FCD:	Flujos de Caja Descontados
Gas Natural Fenosa:	Gas Natural Fenosa SDG
Informe:	Informe “Análisis de Fusión CGE con CGE Distribución, Conafe y Emelat”
SIC:	Sistema Interconectado Central
SING:	Sistema Interconectado del Norte Grande
Valtin Capital	Valtin Capital Asesores Financieros SpA
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>8</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>11</i>
IV. Efectos de la Fusión para Emelat.....	12
<i>i. Efectos Cualitativos.....</i>	<i>12</i>
<i>ii. Efectos Cuantitativos.....</i>	<i>13</i>
<i>iii. Ecuación de Canje</i>	<i>14</i>
V. Conclusiones	15

I. Resumen Ejecutivo

La fusión propuesta de **CGE Distribución**, **Conafe** y su filial **Emelat**, 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 SDG 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 **Emelat**; así como las condiciones financieras de dicha operación.

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

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 **Emelat**.
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	\$ 13.300	\$ 17.400
Consolidación Mejoramiento de Márgenes	\$ 8.300	\$ 10.700
Consolidación de Mejoras Costo de Inversión	\$ 3.500	\$ 4.900
Efecto Tributario ¹	\$ 5.200	\$ 6.900

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 **CGE Distribución**, **Conafe** y de **Emelat** 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 CGE Distribución	4,2782	4,2551
Acciones de CGE por 1 acción de Conafe	1,5234	1,4566
Acciones de CGE por 1 acción de Emelat	1,9145	2,3164

Considerando que las ecuaciones de canje propuestas son de 4,2619 acciones de **CGE** por cada acción de **CGE Distribución**, de 1,4735 acciones de **CGE** por cada acción de **Conafe** y de 2,1021 acciones de **CGE** por cada acción de **Emelat**, 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 **Emelat** 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 S.A. y Emel Inversiones S.A. con **CGE**.

CGE se encuentra analizando la fusión de **CGE Distribución, Conafe**, y su filial **Emelat** con **CGE**, sin perjuicio de su interés en continuar la reorganización posteriormente con la fusión en **CGE** de sus filiales de distribución que operan en el **SING**, operaciones que en todo caso están aún pendientes de análisis en detalle y de autorizaciones propias y de terceros

ii. Objetivos y Alcance

Los objetivos de nuestro trabajo son los siguientes:

1. Realizar la valorización independiente de las compañías que son parte del proceso de fusión, al 30 de septiembre de 2017, 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 **Emelat** 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 **CGE Distribución, Conafe y Emelat** 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 **Emelat**.
- Determinar si la operación propuesta contribuye al interés social de **Emelat** y pronunciarse acerca de sus condiciones, sus efectos y su potencial impacto para dicha sociedad.

iii. Metodologías de Valorización

1. Enfoque de Ingresos (valor patrimonial)

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.

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 3.718.687 clientes al 31 de diciembre de 2016.

En Chile, la operación de este negocio está concentrada en las filiales Emelari, Eliqsa, Elecda, **Emelat**, **Conafe**, **CGE Distribución** y Edelmag, las que en conjunto abastecen a 2.785.599 clientes entre la Región de Arica y Parinacota y la Región de La Araucanía, incluyendo parte de la Región Metropolitana, y en la Región de Magallanes. Las ventas físicas en Chile alcanzaron a 13.623 GWh al 31 de diciembre de 2016.

En Argentina, **CGE** a través de sus empresas relacionadas Energía San Juan, Edet, Ejesa y Ejsedsa abastece a 933.088 clientes distribuidos en las provincias de San Juan, Tucumán y Jujuy, con ventas físicas que alcanzaron a 4.991 GWh al 31 de diciembre de 2016.

CGE participa en el negocio de transformación y transporte de energía eléctrica tanto en el **SIC**, en el **SING** y también en el Sistema de Magallanes.

La empresa posee actualmente el 99,34% de **CGE Distribución** y el 99,43% de **Conafe**, que a su vez posee el 98,41% de **Emelat**.



2. CGE Distribución:

Es una de las empresas de distribución de electricidad más importantes de Chile, tanto por cobertura geográfica como por cantidad de clientes, abasteciendo a clientes de más de 130 comunas del país. Sus activos se encuentran concentrados en la zona sur de la región Metropolitana y entre las regiones V y IX. Al 31 de diciembre de 2016, contaba con 1.861.388 clientes a quienes suministró 9.264 GWh.

CGE Distribución cuenta con 25.600 km de líneas de media tensión y 23.325 km. de líneas de baja tensión, con una potencia instalada de 5.249 MVA, desagregadas en 2.467 MVA de capacidad instalada propia y 2.781 MVA de transformadores particulares.

Durante 2016 realizó inversiones por \$ 52.771 millones y alcanzó un EBITDA de \$ 73.684 millones y una utilidad de \$ 35.214 millones.

3. Conafe:



Es una empresa de distribución de energía eléctrica en las regiones IV y V, que abastece a clientes de veinticuatro comunas de esa zona. Al 31 de diciembre de 2016, **Conafe**, incluyendo su subsidiaria **Emelat**, contaba con 519.185 clientes, a quienes suministró 2.380 GWh

Conafe, incluyendo su subsidiaria **Emelat**, cuenta con 8.186 km. de líneas de media tensión, 5.778 km. de líneas de baja tensión, con una potencia instalada de 1.416 MVA, desagregadas en 655 MVA de capacidad instalada propia y 761 MVA de transformadores particulares.

Conafe posee el 98,41% de **Emelat** y durante 2016 realizó inversiones por \$ 17.275 millones y alcanzó un EBITDA de \$ 20.740 millones y una utilidad de \$ 9.529 millones.

4. Emelat:



Es una empresa de distribución de energía eléctrica en la Región de Atacama, que abastece a los clientes de las provincias de Chañaral, Copiapó y Huasco. Durante el año 2016 **Emelat** abasteció a 100.376 clientes, a quienes suministró 638 GWh.

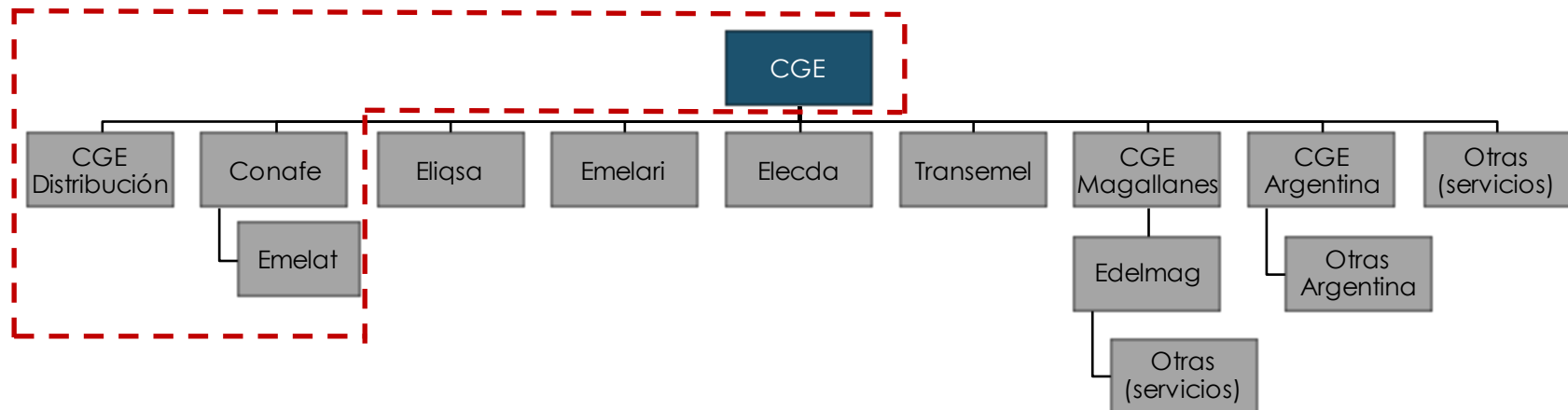
Emelat cuenta con 1.369 km. de líneas de media tensión, 971 km. de líneas de baja tensión, con una potencia instalada de 387 MVA, desagregadas en 103 MVA de capacidad instalada propia y

284 MVA de transformadores particulares.

Durante 2016 realizó inversiones por \$ 4.640 millones y alcanzó un EBITDA de \$ 2.630 millones y una utilidad de \$ 398 millones.

ii. Estructura Actual y Fusionada

A continuación, se muestra la malla resumida actual del **Grupo CGE**. En esta operación, se está analizando fusionar **CGE Distribución**, **Conafe** y su filial **Emelat** con **CGE**².



² Malla societaria completa se encuentra disponible en el sitio web de CGE (<http://www.cge.cl/wp-content/uploads/2015/10/malla-cge-30-09-2017-2.png>).

IV. Efectos de la Fusión para Emelat

i. Efectos Cualitativos

1. Diversificación: de concretarse la fusión, los accionistas de **Emelat**, 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 **Emelat** al 30 de septiembre de 2017 se componía de 6.115.498 acciones, distribuidas en 160 accionistas. De estas acciones **Conafe** poseía el 98,41% y los minoritarios poseían el 1,59% de las acciones a la misma fecha; mientras que **CGE** poseía el 99,43% de **Conafe**. Al fusionarse con **CGE**, donde al 30 de septiembre de 2017 se registraban 1.863 accionistas minoritarios aumentará el número de acciones no controladoras, con lo que se dará una mayor liquidez a la acción.

Por otra parte, a la fecha de este **Informe**, **Emelat** no transa en bolsa, con lo que al incorporarse a **CGE**, sus accionistas minoritarios pasarán a ser parte de una sociedad que transa en la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Corredores de Valparaíso y Bolsa Electrónica de Chile, aumentando la liquidez de las acciones de los minoritarios.

3. Consolidación de Eficiencias y Beneficios de Operación Conjunta: la fusión de **CGE Distribución**, **Conafe** y **Emelat** con **CGE** permitiría 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, entre otros. Adicionalmente, la fusión propuesta permitirá algunos ahorros en gastos corporativos tales como los de auditorías, gastos legales, publicaciones (como la memoria), entre otros.

4. Financiamiento: las alternativas de financiamiento a las que puede acceder actualmente **Emelat**, 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 e incluso a mercados de financiamiento internacionales.

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 de los beneficios de operación conjunta que se han ido obteniendo desde el inicio de la reorganización, 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	\$ 13.300	\$ 17.400
Consolidación Mejoramiento de Márgenes	\$ 8.300	\$ 10.700
Consolidación de Mejoras Costo de Inversión	\$ 3.500	\$ 4.900
Efecto Tributario ³	\$ 5.200	\$ 6.900

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

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 **\$ 96.000 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 de aproximadamente **\$30 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 **\$ 450 millones** asociados a temas de comunicaciones, unificación de marca y otros temas de identidad corporativa.

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, CGE Distribución, Conafe y Emelat**:

<i>Precio por Acción (pesos)</i>	Rango Inferior (WACC + 0,25%)	Rango Superior (WACC – 0,25%)
CGE	694,3	830,7
CGE Distribución	2.970,4	3.534,6
Conafe	1.057,7	1.209,9
Emelat	1.329,2	1.924,2

El rango fue construido sensibilizando la tasa de descuento **WACC** utilizada para las valorizaciones (\pm 0,25%).

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 CGE Distribución	4,2782	4,2551
Acciones de CGE por 1 acción de Conafe	1,5234	1,4566
Acciones de CGE por 1 acción de Emelat	1,9145	2,3164

Considerando que las ecuaciones de canje propuestas son de 4,2619 acciones de **CGE** por cada acción de **CGE Distribución**, de 1,4735 acciones de **CGE** por cada acción de **Conafe** y de 2,1021 acciones de **CGE** por cada acción de **Emelat**, 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 **CGE Distribución**, **Conafe** y su filial **Emelat**, 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 **Emelat** 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 **Emelat** 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**.