

Santiago, 8 de octubre de 2014

Señores  
Accionistas de Enersis S.A.  
PRESENTE

Ref.: Pronunciamento sobre Operación de recomposición patrimonial de Central Dock Sud

De mi consideración:

Por la presente vengo en emitir pronunciamento individual, en mi calidad de Director de la Sociedad Anónima abierta Enersis S.A. ("Enersis" o la "Sociedad"), del giro de las inversiones, domiciliada en la República de Chile y registrada ante la Superintendencia de Valores y Seguros de este país ("SVS") bajo el N° 175/1983 en relación con la compra que la administración de Enersis a propuesto realizar de la deuda que Central Dock Sud ("CDS") mantiene con Endesa Latinoamérica ("ELA"), enmarcada en una operación de recomposición patrimonial de CDS, bajo los términos y consideraciones siguientes:

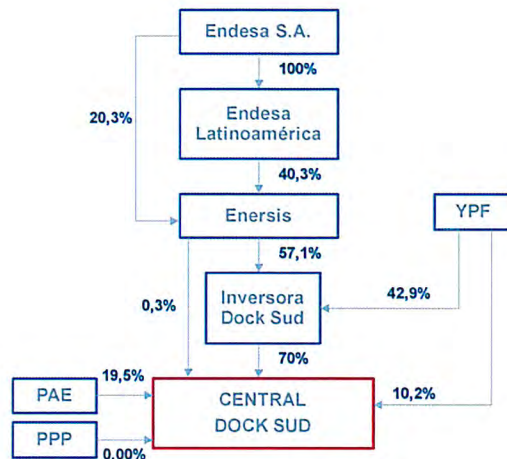
**I. DECLARACIONES SOBRE LA CALIDAD DE DIRECTOR DE ENERSIS S.A. Y SU RELACIÓN CON EL CONTROLADOR**

1. Declaro que soy Director de Enersis S.A. electo con fecha 16 de abril de 2013, siendo designado Director con los votos del accionista controlador Endesa, S.A. ("Endesa"), sociedad registrada en el Reino de España. Asimismo, declaro que estos votos fueron determinantes para ser elegido Director.
2. Declaro que actualmente ostento el cargo de Presidente del Consejo de Administración de Endesa. Actualmente también soy Consejero de Enel Energy Europe, S.r.l. y Miembro del Patronato de la Fundación Endesa. Asimismo, declaro que soy propietario de forma directa de 4.889 acciones de Endesa, representativas de un 0,000005% de su capital.
3. Declaro que tengo interés en la Operación de conformidad con las interpretaciones administrativas emanadas de la SVS. Tal declaración de interés fue reiterada formalmente en la sesión de Directorio de Enersis del día 30 de julio de 2014.
4. Declaro que no soy propietario de manera directa ni indirecta de acciones de Enersis, sin perjuicio de lo indicado en el número 2 anterior.
5. Declaro no tener otra relación, distinta de las enunciadas, con ninguna de las sociedades involucradas en la Operación.

**II. ANTECEDENTES Y CARACTERÍSTICAS DE LA OPERACIÓN PROPUESTA**

1. Enersis actualmente es accionista de Inversora Dock Sud ("IDS"), la que a su vez es la sociedad controladora de CDS. Ambas sociedades tienen domicilio en la República Argentina y cuentan con accionistas no vinculados al Grupo Enersis.

2. IDS es una sociedad "holding" o de inversiones de participaciones sociales, mientras que CDS es un generador de energía eléctrica en Argentina.
3. Dada las pérdidas acumuladas de CDS tendría al cierre de 2013, esta compañía requiere reconstituir su patrimonio como alternativa a su disolución y liquidación obligatorias según la normativa vigente argentina. El efecto de tales pérdidas en CDS, también se extiende a IDS, obligando a su disolución o, alternativamente, la reconstitución de su patrimonio.
4. En conjunto con el resto de los accionistas, se ha considerado como solución viable y más eficiente, realizar un aumento de capital para su reintegro, en el que diversos acreedores (todas sociedades de los grupos económicos de accionistas) aporten los préstamos en moneda extranjera que tienen otorgados a favor de CDS.
5. Enersis no tiene préstamos directos por cobrar a IDS ni a CDS, pero sí los tiene su sociedad matriz ELA, que no es accionista directo de ninguna de estas últimas sociedades.
6. Con el fin de centralizar todas las participaciones accionarias de Latinoamérica en Enersis, se hace necesario que ELA venda y ceda los préstamos que posee a favor de CDS a Enersis y que sea ésta última, junto al resto de los socios de IDS y CDS, quienes aporten sus préstamos con el objeto de reintegrar el capital de IDS, y posteriormente el de CDS. Esto, dando cumplimiento además a los compromisos adquiridos por Endesa, en el marco del último aumento de capital de Enersis.
7. Los préstamos, en ambas instancias, serían aportados a su valor nominal por todos los acreedores en igualdad de condiciones, convertidos a pesos argentinos a una fecha anterior e igual para todos los créditos, condonando previamente a CDS los intereses y otros conceptos (diferenciales de rescate y comisiones). A cambio de los préstamos, los aportantes recibirán acciones emitidas por IDS y CDS, respectivamente, en proporción a su aportación realizada.
8. Dado que los socios Pan American Energy ("PAE") e YPF poseen una menor proporción de deudas a capitalizar que las que poseerá Enersis luego de comprar los préstamos a ELA, y con el fin de mantener relativamente iguales las participaciones de los grupos empresariales previo a la operación, se ha acordado con los socios lo siguiente:
  - a. PAE aporte 125 MAR\$ en créditos comerciales con CDS y/o efectivo, los cuales serán capitalizados y que,
  - b. con parte de estos fondos, CDS amortice 88 MAR\$ de los préstamos que adquirirá Enersis, cuyo valor no será objeto de capitalización.
9. Una vez concretada esta operación, las participaciones accionarias en IDS y en CDS quedarían como sigue (corresponden sólo a valores estimados, las participaciones finales dependerán del acuerdo final con los socios, la fecha de ejecución y el tipo de cambio a utilizar):



### III. DECLARACIONES SOBRE LOS INFORMES RECEPCIONADOS

Para la elaboración de mi opinión respecto de la operación propuesta, he tenido a mi disposición los siguientes documentos:

1. Informe de IM Trust Asesorías Financieras S.A. (en adelante "IM Trust"), por encargo del Comité de Directores, de fecha 30 de septiembre de 2014.
2. Informe de Itaú BBA de Banco Itaú Chile (en adelante "Itaú"), por encargo del Directorio de Enersis, de fecha 2 de octubre de 2014.
3. Informe del Comité de Directores de Enersis de fecha 6 de octubre de 2014.

En mi opinión, IM Trust e Itaú, ambas instituciones de reconocido prestigio tanto a nivel chileno como internacional, entregan suficientes garantías profesionales y analíticas para el desarrollo de una evaluación financiera de una filial del Grupo Enersis, y cuentan probadamente con la debida independencia que se requiere acorde a las exigencias realizadas por las autoridades fiscalizadoras chilenas. Ambas instituciones cuentan con experiencia en operaciones financieras complejas dentro del sector eléctrico latinoamericano.

Tanto IM Trust como Itaú han tenido amplio acceso a información, en tiempo y forma, respecto de las principales materias financieras, estratégicas, regulatorias, legales, tributarias, entre otras, que expliquen la situación actual de CDS, así como las principales consideraciones e impactos para Enersis. Esta entrega de información se realizó diligentemente por la administración de Enersis.

Ambos evaluadores independientes han hecho uso de las mejores prácticas internacionales de mercado en relación a las metodologías utilizadas para la valoración. Esto es, la determinación del valor mediante el método de los flujos de caja descontados, contrastando resultados con otras herramientas, como por ejemplo, los múltiplos de mercado comparables, transacciones recientes, entre otras. Estimo que la utilización de los flujos de caja estiman adecuadamente el valor de CDS y los créditos involucrados.

Según lo exige la legislación chilena, se requiere que los evaluadores informen a los accionistas respecto de las condiciones de la operación, y si ésta contribuye al interés social y se ajusta en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado. Asimismo, los

evaluadores deben atender a los cuestionamientos que pudiesen haber surgido por parte de uno o más directores en el proceso de análisis.

Los informes antes enumerados se encuentran a disposición de todos los accionistas de la sociedad en el sitio [www.enersis.cl](http://www.enersis.cl).

### **Informe de IM Trust**

Con fecha 30 de septiembre de 2014, IM Trust emitió un informe donde valora la deuda de ELA en un rango entre **US\$ 21,1 millones y US\$ 23,6 millones**. Este resultado, se obtiene de la asunción del supuesto que la compra de la deuda es similar a adquirir un porcentaje del patrimonio de CDS equivalente al 29,24% en el escenario en que Enersis no hubiese aportado la deuda de ELA, con su consiguiente dilución al 10%.

Así, el valor del patrimonio de CDS oscila entre US\$ 63,4 millones y US\$ 70,3 millones, considerando un 29,24% del patrimonio, equivale a un rango entre US\$ 18,5 millones y US\$ 20,6 millones.

Según se plantea la operación, esta transacción está sujeta al repago en efectivo de ARS\$ 88,1 millones a Enersis, equivalentes a US\$ 10,5 millones aproximadamente en condiciones de mercado actual. Asimismo, según las normas fiscales aplicables en Chile y Argentina, el pago de impuestos varía entre US\$ 7,4 millones y US\$ 7,9 millones. En suma, y considerando todo lo anterior, el valor de los créditos para Enersis estaría entre **US\$ 21,1 millones y US\$ 23,6 millones**.

Como ha sido señalado en párrafos anteriores, las metodologías aplicadas por IM Trust son las que prevalecen en el mercado para este tipo de análisis.

### **Informe de Itaú**

Con fecha 2 de octubre de 2014, Itaú emitió un informe donde valora la deuda de ELA en un **rango entre US\$ 20,1 millones y US\$ 50,7 millones**, con un límite superior para la creación de valor para Enersis de **US\$ 33,8 millones**. Este resultado, se obtiene de la determinación que el valor actual de la participación de Enersis en el patrimonio de CDS es cero, lo que se condice con su situación patrimonial actual. Itaú asume que la compra de los créditos le da acceso a Enersis al 39,99% del capital de CDS, siempre y cuando se cumplan los acuerdos establecidos con los socios y se ejecuten las operaciones estipuladas.

Dentro del análisis realizado, Itaú señaló que Enersis debe considerar además que Enersis recibirá ARS\$ 88 millones por concepto de amortización de deuda por parte de CDS.

Itaú estima que la participación patrimonial actual de Enersis en CDS (39,99%) no tiene valor económico, por lo que la compra de los créditos de ELA y su posterior capitalización permitirían a Enersis adquirir un 40,25% del patrimonio de CDS y además recibir ARS\$ 88 millones por concepto de amortización de deuda por parte de CDS. Enersis debe considerar el pago de ciertos impuestos en Argentina y Chile.

Como ha sido señalado en párrafos anteriores, las metodologías aplicadas por Itaú son las que prevalecen en el mercado para este tipo de análisis.

## **Informe del Comité de Directores de Enersis**

Con fecha 6 de octubre de 2014, el Comité publicó su informe, en el cual no se acordó un valor o un rango de valor determinado, pero sí hubo apreciaciones de valor razonablemente similares. En este sentido, las valoraciones de los Directores miembros del Comité son las siguientes:

- Sr. Rafael Fernández M.: máximo de US\$ 23,8 millones.
- Sr. Hernán Somerville S.: máximo de US\$ 27,8 millones.
- Sr. Leonidas Vial E.: Rango entre US\$ 22,4 millones y US\$ 27,0 millones.

### **IV. DECLARACIÓN SOBRE LA CONVENIENCIA DE LA OPERACIÓN PARA EL INTERÉS SOCIAL**

Como se señaló anteriormente, el artículo 147 de la Ley de Sociedades Anónimas de Chile ("LSA") establece que el criterio para aprobar una operación con partes relacionadas es que la operación contribuya al interés social y se ajuste en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación.

#### **IV.1. Contribución al interés social.**

A la luz de los antecedentes antes expuestos y con la información disponible a esta fecha, declaro para el sólo efecto del artículo 147 de la LSA, soy de la opinión que para Enersis sería positivo desde un punto de vista estratégico y de negocios, adquirir la deuda que actualmente mantiene Endesa Latinoamérica en Central Dock Sud.

Es de mi parecer que la operación propuesta sí contribuye al interés social. Paso a detallar las razones:

Permitirá la recomposición patrimonial de Central Dock Sud, haciendo viable su plan de negocios y evitando su dilución y liquidación. En caso contrario, y acorde a la legislación argentina, de mantener su patrimonio negativo la sociedad deberá liquidarse. En vista que los activos son de alta calidad y eficiencia, no parece conveniente la alternativa de la liquidación, toda vez que se destruiría valor para Enersis y se eliminaría la opción de capturar valor a futuro.

Mantendrá el valor de la compañía, al permitir la continuidad del negocio de generación con activos de alta calidad y con una ubicación estratégica en Argentina, y en particular en la provincia de Buenos Aires, el más importante centro de consumo energético de Argentina.

Recibirá nuevos recursos, por la vía de la aportación en dinero que PAE realizará, según su oferta de capitalización.

Entregará la señal de compromiso respecto a las actuaciones de Enersis en Argentina en todos sus negocios, tanto en el sector de generación como de distribución. Enersis opera en el sector de generación, aparte de CDS, las filiales Endesa Costanera e Hidroeléctrica El Chocón y en distribución a través de la empresa Edesur. Cualquier actuación en contra de la mejora de patrimonio de CDS sería perjudicial para el valor de las otras filiales.

Durante 2014, se ha registrado una mejora en el ambiente de negocios en Argentina, y en particular en la regulación que remunera a los activos de generación del grupo. En un contexto más global, los agentes de los mercados financieros han dado cuenta de una mejoría en la economía

argentina. En efecto, en lo que va del año, la bolsa Argentina ha sido la que más ha subido en el año en el mundo, tanto en moneda local como en dólares.

#### IV.2. Precio de mercado y demás términos y condiciones

La ejecución de la operación propuesta, según los antecedentes que planteo con anterioridad en este informe, traería efectos positivos para Enersis desde un punto de vista estratégico. Por tanto, la variable precio es determinante para la decisión respecto a la adquisición de los créditos.

Si bien las recientes positivas señales del mercado bursátil y mejoras regulatorias en Argentina revelan un cambio de tendencia en el ambiente de negocios en Argentina, no se puede asimilar al valor actual de los créditos probables futuras mejoras regulatorias en el sector, por no haber sido acordadas ni menos aprobadas. Por tanto, los análisis realizados por IM Trust e Itaú, basados en regulación actual, se ajustan a condiciones vigentes en el mercado.

Concuero con el criterio de los informes de ambos evaluadores de vincular el valor o precio de mercado de la deuda a un símil de patrimonio o equivalencia en acciones, dada la posterior capitalización que se realizará de los mismos en CDS.

A continuación se resumen la estimación de valor o precio de mercado que hicieron IM Trust e Itaú sobre la deuda a ser adquirida:

	Fecha	Valor créditos	Metodología
IM Trust	30/09/2014	21,1 a 23,6 MMUSD	Rango de valores derivados de metodología de flujo de caja descontado de CDS, ponderado al 50%, promediado con otros 3 escenarios más conservadores (en conjunto promedian 50%), considerando que una vez terminada la capitalización los créditos le permitirán a Enersis acceder al 29,24% de los flujos de CDS, más el repago de AR\$ 88 millones desde Argentina, menos el pago de impuestos en Chile por la plusvalía del crédito (una vez) y menos el pago anual de impuestos a los bienes personales en Argentina de 0,5% del capital.
Itaú	02/10/2014	20,1 a 50,7 MMUSD, con un valor máximo de 33,8 MMUSD para la generación de valor	Rango de valores derivados de metodología de flujo de caja descontado de CDS, considerando que una vez terminada la capitalización los créditos le permitirán a Enersis acceder al 40,25% de los flujos de CDS, más el repago de AR\$ 88 millones desde Argentina, menos el pago de impuestos en Chile por la plusvalía del crédito (una vez) y menos el pago anual de impuestos a los bienes personales en Argentina de 0,5% del capital.

La alternativa que tiene Enersis a la capitalización de CDS vía aportación de créditos, necesariamente deriva en la liquidación de la sociedad, toda vez que si la operación no se realiza indica que no hay acuerdo de los socios, por tanto se procede a la disolución de la sociedad por la no capitalización. En dicho caso, ambos valoradores estiman que el valor para Enersis sería cero, sin considerar impactos contables colaterales a nivel consolidado derivados de la liquidación. Por lo anterior, este escenario no representaría una alternativa, mientras existan acuerdos con los socios tendientes a salvaguardar el patrimonio de CDS.

Sabiendo que la disolución de la sociedad tiene como consecuencia la liquidación de los activos para posterior pago a los acreedores, y además, que existe una deuda senior donde ELA participa, en el escenario hipotético de liquidación ELA se mantendría con el 57% de CDS mientras que YPF mantendría el restante 43%. Por tanto, es necesario lograr fijar un precio que permita el éxito de la transacción.

En relación a la fijación del precio, si bien ambos informes representan un certero análisis del valor de CDS y de la deuda de ELA, me inclino por el escenario propuesto por Itaú, en donde el valor actual del patrimonio de CDS es cero y que la única manera de preservar la participación de Enersis en dicha filial es vía la capitalización de la deuda de ELA. En este sentido, concuerdo con que el 40,25% de patrimonio equivalente es un buen *proxy* de la futura participación de Enersis. Así, estimo que el valor debe considerar:

1. **Un escenario base de US\$ 33,8 millones para la creación de valor en Enersis.** Esta valoración por flujo de caja descontados representaría el valor a pagar por Enersis sin ajustes y sigue existiendo creación de valor. La consideración de este escenario base permite ampliar la probabilidad de éxito de la operación, toda vez que a valores más altos Endesa estaría dispuesta a vender la deuda.
2. **Descuento.** Dado que la deuda sería adquirida por Enersis, hace sentido aplicar algún criterio de mercado relacionada a la Sociedad para ajustar el valor derivado del escenario base antes descrito. En este sentido, he considerado que la aplicación del descuento *holding* (relacionada a la cotización de Enersis en el mercado chileno) al escenario base (US\$ 33,8 millones) otorgaría un rango razonable para el valor de la deuda. En la tabla siguiente, se muestran los descuentos *holding* asignados por los analistas de mercado con cobertura vigente de Enersis:

Analista	Descuento Holding
Security	5,00%
BICE	15,00%
Itaú	5,00%
Citi	10,00%
Penta	10,00%
IM Trust	10,00%
Scotiabank	10,00%
<b>Promedio</b>	<b>9,29%</b>

Fuente: Reportes públicos de analistas

Así, la aplicación de un descuento del 9,29% al escenario base de US\$ 33,8 millones, da como resultado un precio máximo de **US\$ 30,7 millones**.

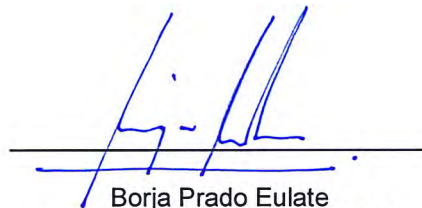
## V. CONCLUSIONES

Esta operación tiene como objetivo recomponer el patrimonio de una de las sociedades del Grupo Enersis, que por razones regulatorias y de mercado ha registrado patrimonio negativo. Conforme a las leyes de la República Argentina, de persistir la situación, deberá proceder la liquidación y disolución de la sociedad.

Es interés de los socios realizar una operación financiera para preservar el valor de los activos y darle continuidad al giro del negocio de Central Dock Sud.

Tal como la operación se encuentra planteada, concluyo:

- En mi opinión, para Enersis sería positivo desde un punto de vista estratégico y de negocios, adquirir la deuda de Central Dock Sud, pues se preservaría el valor de los activos y se mantendría vigente la opción de captura de valor de un activo con alta importancia estratégica para Argentina.
- En cuanto al valor de la deuda, me parece adecuado considerar los rangos de valor de los Evaluadores Independientes para basar la decisión de compra. Sin embargo, concuerdo con la teoría de valor planteada por Itaú.
- En mi opinión, el valor máximo en condiciones de mercado debería situarse aproximadamente en US\$ 30,7 millones.
- Por todo lo anterior, estimo que la propuesta de aumento de capital sí contribuye al interés social.



Borja Prado Eulate  
Pasaporte español AAC809697  
Director  
Enersis S.A.



## Anexo: Descripción de Dock Sud

### **Central Dock Sud**

Corresponde a una instalación que posee dos grupos con una potencia conjunta de 870MW.

Central Dock Sud cuenta con 4 turbinas de gas y una turbina de vapor. El conjunto formado por dos de las turbinas de gas y la turbina de vapor conforman un ciclo combinado.

Las inversiones en el proyecto Central Dock Sud fueron concretadas principalmente hasta el año 2001, en el que se puso en marcha el ciclo combinado apuntando a abastecer las necesidades de energía eléctrica del sistema interconectado argentino y destinar la eventual capacidad ociosa a la exportación a los países vecinos.

