

Santiago, 8 de octubre de 2014

Señores
Accionistas de Enersis S.A.
PRESENTE

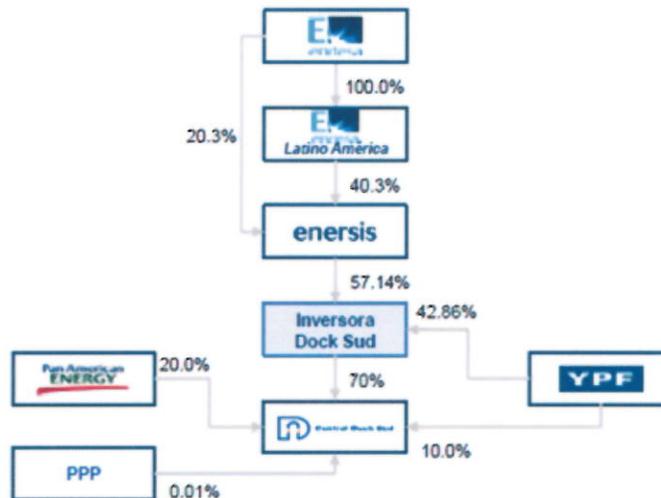
Ref.: Pronunciamiento sobre la potencial compra de los créditos a Endesa Latinoamérica

De mi consideración:

Por medio de la presente carta, en mi calidad de Director de la sociedad anónima abierta chilena Enersis S.A. ("Enersis" o la "Compañía"), vengo a dar mi opinión respecto a la operación entre partes relacionadas que se describe a continuación, según así lo dispone el artículo 147 de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas ("LSA") y en particular, sobre si esta operación contribuye al interés social de Enersis.

I. Descripción de la operación:

- Central Dock Sud ("CDS") es una planta de generación térmica que opera en Argentina, con una capacidad instalada de 870 MW (principalmente un ciclo combinado de última generación), la que representa un 2,74% de la capacidad del país, generando un 3,78% de la energía de Argentina.
- Los accionistas de CDS son Inversora Dock Sud ("IDS"), YPF y PAE. A través de IDS, Enersis tiene el 40% de participación¹:

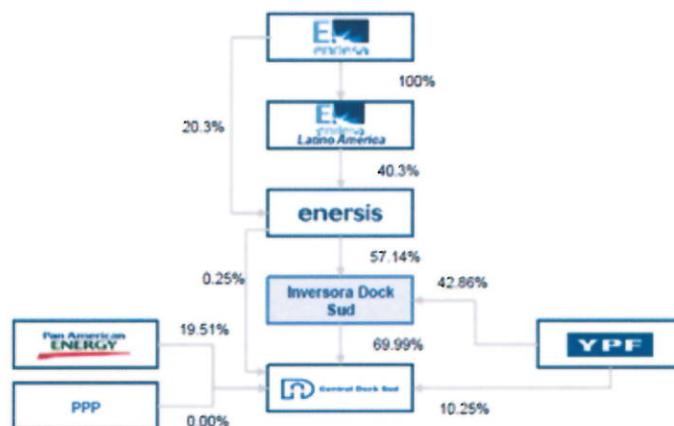


- CDS e IDS vienen acumulando pérdidas que implicarán que el patrimonio en ambas compañías sea negativo al cierre de diciembre 2013.
- Por mandato de la ley, los accionistas de aquellas empresas con patrimonio negativo deben tomar acciones para recomponerlo, o bien, disolver la compañía.
- Al cierre de diciembre de 2013, en CDS se estima un patrimonio negativo de \$381.921.486.- pesos argentinos. El efecto de dicho patrimonio neto negativo en CDS se extiende también a IDS, el que se estima en un patrimonio neto negativo de \$101.236.422 pesos argentinos a la misma fecha.

¹ PPP es el Programa de Propiedad Participada

- Se ha estado en conversaciones con los socios, para buscar una solución a la situación patrimonial de estas compañías y se ha concluido que la mejor alternativa es la capitalización de todos los créditos de las compañías. Estos créditos, son deudas intercompañías con los mismos grupos empresariales que poseen las acciones.
- En el caso de Enersis, en el aumento de capital de 2013, sólo se consideró el traspaso de las acciones de todas las sociedades que Endesa tuviera en Sudamérica. Los créditos que Endesa Latinoamérica (“ELA”) había otorgado a CDS quedaron localizados en la misma compañía, no siendo parte de la transacción, y de acuerdo por lo verificado por el Comité de Directores, estas acreencias eran de propiedad de un tercero y por tanto hacen posible su compra venta. Estos créditos son parte de los potencialmente sujetos a capitalización.
- Considerando el compromiso adquirido por Endesa en el aumento de capital, esto es, mantener a Enersis como único vehículo de inversión en Sudamérica, se ha propuesto que sea Enersis quien adquiera estos créditos y posteriormente los capitalice, junto al resto de los socios. Al cierre de junio 2014, la deuda que Endesa posee sobre CDS asciende a aprox. 104 MMUS\$, incluyendo capital e intereses.
- La adquisición de estos créditos es considerada una Operación entre Partes Relacionadas (“OPR”) y debe cumplir con los siguientes requisitos mínimos:
 - o Realizarse a valores de mercado
 - o Contribuir al interés social de Enersis y de todos sus accionistas
 - o Ser aprobada por al menos 2/3 de una Junta Extraordinaria de Accionistas
- Se ha acordado con el resto de los socios que, una vez adquiridos los créditos por parte de Enersis, se ejecuten una serie de actuaciones que permitan subsanar la situación patrimonial de CDS e IDS. La operación contempla las siguientes etapas:
 1. Compra venta de los créditos: ELA vende a ENI los préstamos en dólares que mantiene otorgados a CDS. Valor nominal 104 MMUS\$ aproximadamente (capital e intereses).
 2. Pesificación de créditos: Todos los acreedores, pesifican sus créditos al tipo de cambio del 31.12.2013 (6,521 AR\$/US\$).
 3. Condonación de intereses y otros: Todos los acreedores condonan todos los intereses adeudados y otras comisiones relacionadas a los créditos.
 4. Capitalización de los créditos: Todos los acreedores aportan sus créditos a valor nominal. En el caso de Enersis, el monto a capitalizar excluye 88 MMAR\$ que se explican en la siguiente etapa.
 5. Amortización a Enersis y aporte de PAE: Dado que los créditos que adquiriría Enersis son mayores en proporción a las participaciones que posee YPF y PAE, es necesario que CDS amortice parte de la deuda que adquirirá Enersis (88 MMAR\$) y que PAE aporte en efectivo de 125 MMAR\$, de manera de mantener las participaciones accionarias finales, similares a los niveles anteriores a la operación.
- Luego de la operación, las participaciones quedarían como sigue²:

² Es probable que Endesa, S.A. sea reemplazada por Enel Energy Europe, de acuerdo a la operación en curso anunciada por Enel SpA.



- La operación anteriormente descrita ha quedado formalizada por el lado de los socios PAE e YPF, mediante el envío de una oferta irrevocable por parte de PAE el día 19/09 y su aceptación de manera irrevocable por parte de YPF el 22/09, la cual describe paso a paso las etapas de la operación. Para que dicha oferta entre en vigencia, es necesario que ésta sea aceptada por Enersis y ELA, una vez hayan llegado a acuerdo en precio y aprobado la operación en una Junta de Accionistas Extraordinaria prevista para noviembre de 2014, para lo cual se cuenta con un plazo de 70 días.

II. Declaración sobre la calidad de Director de Enersis y su relación con el controlador

Declaro que soy director de Enersis reelecto desde el 16 de abril de 2013 y fui designado director con los votos del accionista controlador ELA. Asimismo, declaro que estos votos fueron determinantes para ser elegido director.

Declaro que en sesión del Comité de Directores de Enersis del 29 de abril de 2013, fui designado Presidente del Comité de Directores.

Declaro que tengo interés en la Operación, de conformidad con las interpretaciones administrativas efectuadas por la SVS en el año 2012.

Declaro que soy propietario de 3.760.000 acciones de Enersis, a través de la sociedad Inversiones Santa Verónica Limitada, RUT 79.880.230-5.

Declaro no tener otra relación, distinta de las enunciadas, con ninguna de las sociedades involucradas en la Operación.

III. Declaraciones sobre los informes recepcionados

Con fecha 30 de septiembre y 02 de octubre, he recibido 2 informes de evaluadores independientes:

- a) Informe de IM Trust, contratado por el Comité de Directores
- b) Informe de Itaú BBA del Banco Itaú Chile ("Itaú BBA" o "Itaú"), contratado por el Directorio

El alcance del trabajo encargado contempla:

- Una descripción de la operación propuesta
- Una estimación del valor de mercado de los créditos
- Un análisis de los efectos y potencial impacto de la Operación Propuesta para Enersis, incluyendo si ésta contribuye al interés social de la Compañía.

Considero que ambos informes fueron diligentemente realizados, con total y absoluta independencia y que han contado con toda la información y tiempo necesario para desarrollar su encargo. Se destaca que ambos evaluadores tuvieron acceso a la misma información y base de datos de preguntas y respuestas, así como también a visitas in situ con la administración de Enersis en Santiago y con la administración de CDS en Buenos Aires. Asimismo, he tenido la oportunidad de satisfacer mis dudas en forma directa.

a) Informe de IM Trust:

La metodología de valorización de IM Trust contempla que el valor de mercado de los créditos se compone de los siguientes conceptos:

	Concepto	Condiciones o comentarios	Descripción
(+)	Valor del patrimonio de CDS x Porcentaje de propiedad derivada de la capitalización de créditos (29,24%)	La adquisición de los créditos está sujeta a que se cumpla lo descrito en la Oferta de Capitalización	Flujo de caja descontado en escenarios conservadores (variaciones según regulación de tarifas, tipos de cambio y WACC)
(+)	Valor a cobrar por Enersis	Sujeto a aprobación del Banco Central para pago al exterior y al tipo de cambio en la fecha de pago	Sensibilidad de tipo de cambio (oficial, versus contado con liquidación)
(-)	Impacto en caja de Enersis por impacto tributario	Impuesto por diferencial entre valor de adquisición de los créditos y valor de capitalización (nominal) e impuesto en Argentina	Tasa de 21% sobre la ganancia en Chile por una vez y 0,5% anual en Argentina sobre el valor capitalizado
(=)	VALOR DE MERCADO DE LOS CRÉDITOS		

El rango de valor del 100% del patrimonio de CDS, como un promedio ponderado de los escenarios, va entre 63,4 MMUS\$ y 70,3 MMUS\$. Este rango de valor siempre está por debajo de otras referencias de valor relacionadas o no con la operación³.

En el caso de PAE, ésta está haciendo un aporte en efectivo por un total de 125 MMAR\$, valor que está dispuesto a entregar hoy por aprox. el 10% de las acciones de CDS. Es decir, el valor que otorga PAE a la CDS sin deuda, es de aprox. 138 MMUS\$ (utilizando el tipo de cambio actual de 8,4 AR\$/US\$⁴). Los ratios de compañías comparables otorgan un valor en torno a los 200 MMUS\$ para el 2014, mientras que un valor en torno a los 120 MMUS\$ si se utiliza el EBITDA móvil de los últimos 12 meses.

Por último, los escenarios optimistas, esto es que la regulación se torna al Costo Plus a partir del 2016 o bien el se reduce el riesgo país, otorga un rango de valor entre 135 MMUS\$ y 171 MMUS\$; pero estos escenarios no son considerados al momento de valorar los créditos a ser vendidos, sino que emplea sólo el valor base y les aplica sólo sesgos conservadores.

³ Otras referencias de valor contemplan otros escenarios no utilizados para establecer el rango anteriormente descrito, múltiplos de empresas comparables (por ejemplo Costanera) y el valor implícito que asigna PAE al realizar su aporte de 125 MMAR\$, manteniendo su participación en torno al 20% sobre CDS.

⁴ Si utilizamos un tipo de cambio de 13,9 AR\$/US\$, el valor bajaría a aprox. 83 MMUS\$.

	Concepto	Valor / Rango (MMUS\$)
(+)	Valor del patrimonio de CDS x Porcentaje de propiedad derivada de la capitalización de créditos (29,24%)	18,5 - 20,6
(+)	Valor a cobrar por Enersis (88 MMAR\$ a tipo de cambio oficial)	10,5
(-)	Impacto en caja de Enersis por impacto tributario	7,9 - 7,4
(=)	VALOR CRÉDITOS PARA ENERSIS	21,1 - 23,6

Por lo tanto, el valor de mercado de los créditos que asigna IM Trust está en un rango de 21,1-23,6 MMUS\$.

Para analizar si la operación contribuye al interés social de Enersis, IM Trust analizó el escenario alternativo para Enersis, esto es desestimar la operación ya sea liquidando la compañía (donde hace una utilidad contable de 41 MMUS\$ por la reversa de los valores actualmente contabilizados de esta participación) o bien, el escenario donde ELA capitaliza (operación que requiere la aprobación de los socios, incluyendo Enersis, y donde Enersis se diluiría). Estos escenarios se ven como no factibles, considerando la actual presencia del Grupo en Argentina y los potenciales *upsides* a obtener, una vez que mejore la situación regulatoria en el país.

Por lo tanto, si los créditos son adquiridos por bajo el umbral superior del rango definido por IM Trust, ellos consideran que la operación sí contribuye al interés social.

b) Informe de Itaú BBA:

La metodología de valorización de Itaú BBA es la siguiente:

	Concepto	Condiciones o comentarios	Descripción
(+)	Valor del patrimonio de CDS hoy para Enersis en caso de liquidación	Corresponde a un escenario base	Valor económico de los activos, menor que el valor de los pasivos.
(+)	Valor de las acciones a ser adquiridas	40% (consistente con el valor cero de la compañía, en caso de no hacer la operación). Los flujos proyectados consideran el escenario regulatorio actual	Resolución 529
(+)	Caja CDS post operación	Contempla excedentes de caja en CDS después de la amortización a Enersis	Posición actual de caja, más caja adicional post capitalización
(+)	Pago a Enersis	88 MMAR\$ que dependerán del tipo de cambio usado para enviar al exterior	
(-)	Impacto en caja de Enersis por impacto tributario en Argentina	Impuesto sobre tenencia de acciones	Tasa de 0,5% anual
(=)	SUB TOTAL VALOR DE MERCADO DE LOS CRÉDITOS		
(-)	Impacto en caja de Enersis por impacto tributario en Chile	Impuesto por diferencial entre valor de adquisición de los créditos y valor de capitalización (nominal)	Tasa de 21% sobre la ganancia
(=)	VALOR DE MERCADO DE LOS CRÉDITOS PARA ENERSIS		

El informe destaca que los créditos tienen un valor asociado porque:

- Se espera recibir algún pago asociado a los créditos
- La deuda a adquirir tiene garantías y *seniority* frente a las demás acreencias
- CDS es un activo difícil de reemplazar en las condiciones actuales
- Calidad de los otros sponsors (YPF y PAE)

	Concepto	Valor (MMUS\$)
(+)	Valor del patrimonio de CDS hoy para Enersis en caso de liquidación	0
(+)	Valor de las acciones a ser adquiridas	23
(+)	Caja CDS post operación	5
(+)	Pago a Enersis	10
(-)	Impacto en caja de Enersis por impacto tributario en Argentina	1
(=)	Sub total	37
(-)	Impacto en caja de Enersis por impacto tributario en Chile	3
(=)	VALOR DE LOS CRÉDITOS PARA ENERSIS	33,8

Para Itaú, la adquisición de los créditos bajo un valor de 33,8 MMUS\$ crea valor para la compañía. Comparado con el escenario alternativo de no concurrir a la capitalización y por lo tanto, liquidar la compañía, la operación generaría un Net Income de 55 MMUS\$ en el 2014 (14 MMUS\$ más que el escenario de liquidación) y 7 MMUS\$ adicionales para 2015 y 2016. Adicionalmente, la deuda neta disminuiría en 188 MMUS\$, 6 MMUS\$ menos que en el escenario de liquidación.

Por otro lado, consideran que si estos créditos fuesen vendidos a un tercero sin relación, éste podría ser valorado entre 20 y 50 MMUS\$.

c) Informe del Comité de Directores:

Como Presidente del Comité de Directores, he participado directamente en su elaboración. El Comité de Directores, en el ejercicio de sus facultades, estudió y verificó que efectivamente estas acreencias eran propiedad de un tercero al no formar parte del aumento de capital de Enersis de 2013 y por tanto hacen posible su compraventa.

Los miembros del Comité comparten la metodología planteada por ambos evaluadores para llegar al cálculo del valor de los créditos en los siguientes conceptos:

- Flujo de caja descontado es la mejor metodología para obtener el valor de una compañía
- Se debe adicionar el monto que recibe Enersis por repago de deuda adquirida (88 MMAR\$).
- Se deben deducir los impuestos a pagar en Chile y Argentina directamente asociados a la operación.
- Se asume canal cambiario abierto a tipo de cambio oficial a la fecha de los informes de los evaluadores independientes.

Finalmente, se declara que la operación sí contribuye al interés social de Enersis

IV. Declaración sobre la conveniencia de la operación para el interés social

Considerando que la naturaleza de la Operación Propuesta es una operación entre partes relacionadas, para aprobar dicha operación, ésta debe contribuir al interés social y se ajuste en términos y condiciones a aquéllas que prevalezcan en el mercado en el momento de su aprobación.

a) Precio de mercado:

Estoy de acuerdo con la metodología utilizada por los evaluadores independientes, en el sentido que el valor de mercado puro de los créditos debe corresponder al equivalente en acciones que posteriormente serán obtenidas a cambio de los créditos capitalizados. Adicional a lo anterior, se deben considerar los otros flujos de caja relacionados con la operación, esto es los ingresos de dinero (88 MMAR\$ a ser cobrados por Enersis) y los egresos de dinero efectivos (impuestos relacionados).

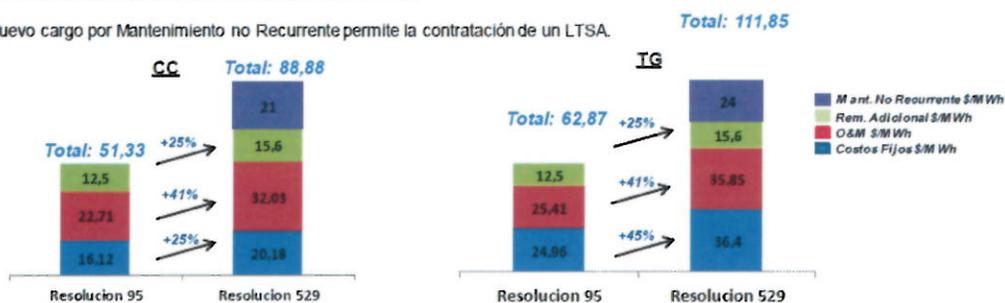
En el escenario actual, de alta incertidumbre en el mercado regulatorio en Argentina, parece razonable considerar o dar mayor ponderación a aquel escenario más conservador, es decir, que las condiciones actuales de Resolución 529 se mantienen sin mejoras en el futuro. Es importante destacar que la participación accionaria en una compañía como CDS sin deuda en Argentina no vale cero. Por el contrario, ha habido señales específicas de mejoras regulatorias que fundamentan la decisión de Enersis de mantener sus inversiones en Argentina. A continuación se muestra la evolución regulatorio y el último reajuste tarifario, obtenido de la compañía:

Evolución marco regulatorio:



Comparación Resolución 95/213 y Resolución 529/2014:

- En mayo 2014, el Gobierno publicó la Res SE 529 de 2014 aplicable a partir de las Transacciones Económicas de febrero 2014.
- Se pasa de un sistema marginal a un sistema de costo medio
- Determina remuneración en base a 4 conceptos:
 - 1- Costos Fijos- reestructura el mecanismo de remuneración en función de la disponibilidad
 - 2- Costos Variables
 - 3- Remuneración Adicional (directa y a fideicomiso-proyectos)
 - 4- Mantenimiento no Recurrente-nuevo concepto
- Establece ingresos adicionales por la utilización de Biocombustible . Dock Sud cuenta con la posibilidad de despachar con Biodiesel que representaría 2,3MM\$ para un corte del 5%
- Nuevo cargo por Mantenimiento no Recurrente permite la contratación de un LTSA.



Por lo anterior, considero que un precio adecuado para la compra de los créditos es el siguiente:

	Concepto	Condiciones o comentarios	Metodología	Valor
(+)	Valor del patrimonio de CDS x Porcentaje de propiedad derivada de la capitalización de créditos (35%)	En el caso que Enersis compre los créditos, adquiere el 29,24% de las acciones. El escenario alternativo, en el cual Enersis no concurre al aumento de capital y la compañía debe diluirse, que si bien es un escenario remoto, puede darse. Por ese motivo propongo un valor intermedio entre el 29,2% de IM Trust y el 40,25% de Itaú, es decir valorar con un 34,75% del Valor de CDS	Promedio de evaluaciones de evaluadores independientes ⁵ , considerando escenario base (73,7 MMUS\$), multiplicado por el 34,75%.	(+) 25,6 MMUS\$
(+)	Valor a cobrar por Enersis	Se asigna un promedio entre el tipo de cambio oficial y el <i>paralelo</i> (promedio de 11,8 AR\$/USD)	88 MMAR\$ dividido por tipo de cambio promedio	(+) 7,5 MMUS\$

⁵ Considera centro del rango de valor para Itaú en escenario base y límite inferior de rango de IM Trust en escenario base.

(-)	Impacto en caja de Enersis por impacto tributario	Impuesto por diferencial entre valor de adquisición de los créditos y valor de capitalización (nominal) e impuesto en Argentina	Tasa de 21% sobre la ganancia en Chile por una vez (ganancia de 22,5 MMUS\$) y 0,5% anual en Argentina sobre el valor capitalizado (perpetuidad sobre 0,3 MMUS\$ anuales)	(-) 5,3 MMUS\$
(-)	VALOR DE MERCADO DE LOS CRÉDITOS			27,8 MMUS\$

Por lo anterior, considero que si se adquieren los créditos a un valor de 27,8 MMUS\$ o inferior, la operación se ha realizado a un valor justo y de mercado.

Respecto al cobro de los 88 MMAR\$, puede considerarse la alternativa de cobrar los fondos localmente y buscar un mecanismo legal que permita expatriarlos en el futuro cercano. La decisión final sobre este asunto, será determinada por el Directorio.

b) Contribución al interés social:

Como se señaló anteriormente, el artículo 147 de la LSA establece que el criterio para aprobar una operación entre partes relacionadas es que la operación contribuya al interés social y se ajuste en precio, términos y condiciones a aquéllas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación.

Considerando que:

- Existen otros involucrados que sin tener ningún otro interés en CDS que su participación accionarial (PAE) y otros no involucrados (estudios de bancos por suma de partes) que valoran el activo directamente o indirectamente muy por encima del valor entregado por los evaluadores independientes.
- El potencial *upside* ante una mejora regulatoria es muy claro en ambos informes de los evaluadores independientes,
- Los socios en CDS son compañías importantísimas en Argentina e incluso Latam⁶.
- El contexto regulatorio hace que CDS sea un activo muy valorado e indispensable en la oferta de generación de energía en Buenos Aires. Esto se incrementa, ante la ausencia de un *pipeline* de proyectos claros. Una compañía que está construyendo una central similar (Vuelta de Obligado), tiene una inversión superior a 800 MMUS\$.
- La operación considera el aporte de “dinero fresco” por parte de un accionista (PAE).
- Permite que Enersis cobre 88 MMAR\$, lo que llevado al exterior dependerá del tipo de cambio.

⁶ YPF es la compañía de gas y petróleo más importante en Argentina y contribuye al 37% de la producción total nacional. Tiene ventas anuales sobre 14 millones de dólares anuales y EBITDA de aprox. 3.800 millones de dólares anuales. Por su parte PAE es el segundo *player* más importante en Argentina con un 17% de la participación de mercado en la producción nacional. Sus ventas anuales alcanzan los 2.600 millones de dólares y el EBITA sobre 1.400 millones de dólares anuales.

- El Grupo Enersis tiene una importante participación en Argentina, considerando Chocón, Costanera, Edesur, Yacylec, CTM y TESA, por lo que disolver esta compañía puede ir en contra de la estrategia global y de largo plazo. No queremos ser comparados con inversionistas que tratan de sacar provecho con inversiones de corto plazo.
- Como la solución patrimonial es mandatoria, en caso de que no concurra Enersis, los demás podrían continuar con la operación sin el consentimiento de Enersis.
- La operación permite sanear la compañía, dejándola sin deuda y con EBITDA positivo.

Por lo anterior, considero que la Operación Propuesta sí contribuye al interés social de Enersis, siempre que se compra a un valor igual o inferior a 27,8 MMUS\$.

c) Otros términos y condiciones:

Es importante señalar que de acuerdo a la ley, la aprobación de la operación y, en caso de aprobarla, las condiciones finales de ésta, estarán sujetas a la aprobación de la Junta Extraordinaria de Accionistas por al menos 2/3 de ésta.

V. Conclusiones

Desde mi punto de vista, el valor de mercado de los créditos debe considerar la participación accionaria a adquirir posterior a la capitalización en un promedio entre el escenario que sí se llega a acuerdo con ELA y el escenario en el cual se liquida la compañía (aproximadamente el 35% del patrimonio), y todos los efectos de caja relacionados (cobro de deuda e impuestos a pagar por parte del comprador). Es así como que se recomienda la compra de los créditos a un valor de 27,8 MMUS\$ o menos.

Desde el punto de vista estratégico, la operación sí contribuye al interés social por cuanto, existe un amplio *upside* en las proyecciones de flujos ante potenciales mejoras regulatorias, la característica estratégica de CDS por su ubicación y contexto social, la importancia de los socios y la presencia global del Grupo Enersis en Argentina.

Por lo tanto, sí recomiendo la operación, dentro de los parámetros mencionados anteriormente.


Hernán Somerville
Director
Enersis S.A.