

Santiago, 8 de octubre de 2014

Señores
Accionistas de Enersis S.A.
PRESENTE

Ref.: Pronunciamiento sobre la potencial compra de créditos a Endesa Latinoamérica en el contexto de la recomposición patrimonial de Central Dock Sud

De mi consideración:

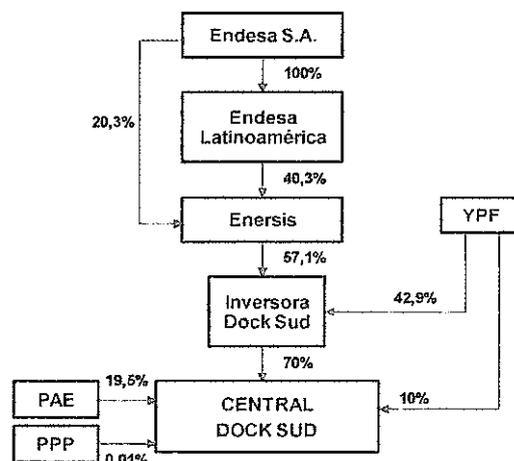
De conformidad con lo dispuesto en el artículo 50 bis de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas de Chile (“LSA”), por medio del presente documento cumplo con emitir pronunciamiento individual, en mi calidad de Director de la sociedad anónima abierta Enersis S.A. (“Enersis” o la “Sociedad”, indistintamente), 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 de la deuda que Central Dock Sud mantiene con Endesa Latinoamérica, operación propuesta por la administración de Enersis.

I. ANTECEDENTES

Central Dock Sud (“CDS”) es una compañía dedicada a la generación y comercialización de energía eléctrica en Argentina. Sus instalaciones consisten en un ciclo combinado Alstom de 798 MW de capacidad instalada y 2 turbinas a gas con una capacidad instalada de 36 MW cada una, totalizando 870 MW en sus instalaciones. La planta se encuentra ubicada en Buenos Aires. La participación de CDS en la generación eléctrica argentina alcanzó el 3,8% a nivel nacional.

Los dueños de CDS son Enersis S.A. o Enersis (40%), YPF (40%) y Pan American Energy o PAE (20%), los que participan directa y/o indirectamente en la propiedad.

ESTRUCTURA SOCIETARIA ACTUAL



Los socios de Enersis en CDS son importantes agentes en el mercado de hidrocarburos. YPF, controlada por el estado argentino, es la principal productora en Argentina de hidrocarburos. PAE, empresa de exploración y producción de hidrocarburos, tiene actividades en Argentina, Bolivia, Chile y Uruguay y es el segundo productor de petróleo y gas en Argentina.

La acumulación de pérdidas en CDS ha conducido a la compañía a una situación de patrimonio neto negativo, por lo que de acuerdo a la regulación argentina, artículo 94 de la Ley N° 19.550, CDS estaría obligada a la disolución o a la reconstitución del capital de la sociedad. Las pérdidas en CDS, también se extienden a IDS, obligando a su disolución o, alternativamente, la reconstitución de su patrimonio.

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 los acreedores de la compañía, todos sociedades de los grupos económicos de los accionistas, contribuyan los préstamos en moneda extranjera que tienen otorgados a favor de CDS. Al 31 de diciembre de 2013 éstos eran:

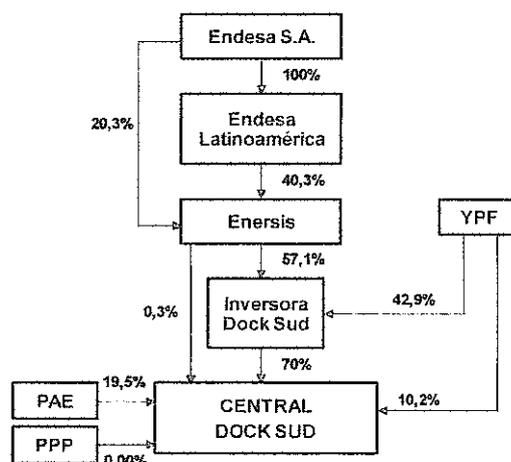
(MMUSD)	YPF	PAE	ELA	ENI	TOTAL
Préstamo de Accionistas	18,2	9,1	18,2	0,0	45,5
Capital	13,6	6,8	13,6		34,0
Intereses	4,6	2,3	4,6		11,5
Deuda Estructurada	64,1	0,0	83,8	0,0	147,9
Capital	38,9		51,8		90,7
Intereses	25,2		32,0		57,2
Deuda Subordinada (IDS)	1,7	0,0	0,0	2,2	4,0
Capital	1,7			2,2	3,9
Intereses	0,0			0,0	0,1
Acciones Preferidas (IDS)	16,3	0,0	0,0	21,6	37,9
Capital	4,8			6,4	11,2
Intereses	11,5			15,2	26,7
TOTAL	100,3	9,1	102,0	23,9	235,3

Considerando que la deuda se encuentra en manos de Endesa Latinoamérica (“ELA”), se hace necesaria la compra de estos créditos por parte de Enersis, de forma que esta última sociedad concorra a la capitalización. Los pasos indicados en la propuesta de capitalización son los siguientes:

- i. Compra de deuda: ELA cede a Enersis, mediante compraventa en condiciones de mercado, todas las acreencias que tiene contra CDS.
- ii. Pesificación: Todas las acreencias de CDS son pesificadas al tipo de cambio del 31 de diciembre de 2013, AR\$/USD 6,521.
- iii. Condonaciones: Todos los acreedores proceden a condonar a CDS intereses devengados, comisiones e intereses punitorios. Lo anterior incluye el diferencial de rescate acumulado por las acciones preferidas. A partir de esta fecha el diferencial de rescate dejará de devengarse.
- iv. Capitalizaciones de deudas: YPF y Enersis capitalizarán sus acreencias en IDS y en CDS a valor nominal; luego PAE e IDS capitalizarán en CDS las acreencias que tengan contra esa sociedad a valor nominal.
- v. Capitalización PAE y repago a Enersis: Con el objeto de mantener las participaciones actuales en CDS (Enersis 40%, YPF 40% y PAE 20%), se establece que:
 - PAE capitalizará en CDS AR\$ 125 millones, con el objeto de no diluirse.
 - CDS pagará a Enersis una amortización de deuda de AR\$ 88 millones (a fin de equiparar los montos capitalizados por YPF y Enersis)

Los pasos propuestos para la operación se encuentran formalizados por PAE mediante una Oferta vinculante remitida a todos los socios de CDS e IDS el día 19 de septiembre. La Oferta se mantendrá vigente por 70 días y deberá ser aceptada tanto por ELA como por Enersis con posterioridad a la aprobación de la operación por parte de la Junta Extraordinaria de accionistas de Enersis. YPF ya ha prestado su aceptación irrevocable a la propuesta, de modo tal que sólo faltan las aceptaciones formales de ELA y Enersis, y posteriormente de IDS, para que el acuerdo descrito entre en vigencia y pueda ejecutarse.

ESTRUCTURA SOCIETARIA POST CAPITALIZACIÓN



II. 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. Asimismo, declaro que estos votos fueron determinantes para ser elegido director.
2. Declaro que tengo interés en la Operación de conformidad con las interpretaciones administrativa emanadas de la SVS. Mi interés en la Operación fue declarado formalmente a la sociedad en la sesión del Directorio de la Compañía del día 30 de julio de 2014.
3. Declaro que a la fecha no soy propietario, directa o indirectamente, de acciones o valores emitidos por Enersis.
4. Declaro no tener otra relación distinta de las enunciadas con ninguna de las sociedades involucradas en la Operación.

III. DECLARACIONES SOBRE LOS INFORMES RECEPCIONADOS

Para la emisión de mi opinión he tenido en consideración:

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

Considero que ambos evaluadores cuentan con absoluta independencia y han contado con toda la información y tiempos necesarios para desarrollar su encargo, estando sus informes a disposición de todos los accionistas.

1. Informe de Evaluador Independiente Itaú BBA

Itaú BBA, evaluador independiente designado por el Directorio de Enersis, establece en su informe que el valor de la deuda a ser adquirida por Enersis se encuentra en un rango de USD 20,1 a 50,7 millones, indicando que genera valor para Enersis si la compra se realiza a un nivel inferior a USD 33,8 millones.

Para calcular el valor de los créditos Itaú BBA realiza una valoración de CDS con metodología de flujo de caja descontado, con los siguientes supuestos:

- Caso base que considera remuneración en base a Resolución 95/529
- Tasa de descuento de 16,3%
- Perpetuidad con tasa del 2%
- Periodo de 9,5 años
- Amortización de capital de AR\$ 88 millones se paga en Chile y se remesa a tipo de cambio oficial de Argentina
- Con la compra de los créditos a ELA, Enersis accede al 40,25% del valor de CDS post capitalización

Adicionalmente, Itaú BBA incluye en su análisis sensibilidades a escenarios más optimistas (remuneración por Costo Plus desde año 2016), múltiplos de transacciones de compañías comparables, transacciones precedentes y valorizaciones realizadas por terceros, donde se incluye el valor de CDS implícita en la capitalización en efectivo que realiza PAE.

2. Informe de Evaluador Independiente IM Trust

IM Trust evaluador independiente designado por el Comité de Directores de Enersis, establece en su informe que la deuda a ser adquirida por Enersis tiene un valor que se encuentra en un rango de USD 21,1 a 23,6 millones.

Para calcular el valor de los créditos IM Trust realiza una valoración de CDS con metodología de flujo de caja descontado, con los siguientes supuestos:

- Escenario utilizado pondera 50% caso base que considera remuneración en base a Resolución 95/529 con 50% en base a tres escenarios pesimistas (plazo de sólo 5 años, tipo de cambio contado con liquidación y tasa de descuento más alta)
- Tasa de descuento de 13,7%
- Periodo de 13,5 años
- Amortización de capital de AR\$ 88 millones se paga en Chile y se remesa a tipo de cambio oficial de Argentina
- Con la compra de los créditos a ELA, Enersis accede al 29,24% del valor de CDS post capitalización

Adicionalmente, IM Trust incluye en su análisis sensibilidades a escenarios más optimistas (remuneración por Costo Plus desde año 2016 y WACC reducida), múltiplos de trading de compañías comparables, y valorizaciones realizadas por terceros, donde se incluye el valor de CDS implícita en la capitalización en efectivo que realiza PAE, pero que no considera al momento de valorar.

3. Informe del Comité de Directores

El Comité de Directores en su informe establece que ha analizado los informes entregados por los evaluadores independientes, y en base a ello indica el rango o valor máximo que cada uno de sus miembros recomienda para el valor a pagar a ELA por la compra de los créditos. El siguiente cuadro presenta sus recomendaciones:

Valor a pagar (USD millones)	Mínimo	Máximo
H. Somerville		27,8
L. Vial	22,4	27,0
R. Fernández		23,8

Finalmente, el comité concluye en que la operación si contribuye al interés social de Enersis, teniendo en cuenta los rangos de valor a pagar indicados.

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

El artículo 147 de la LSA establece que el criterio para aprobar una operación con parte relacionada es que la operación:

- a) contribuya al interés social
- b) se ajuste en precio, términos y condiciones a aquéllas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación.

1. Contribución al interés social.

Teniendo en vista los antecedentes e información disponible a esta fecha, considero que para Enersis sería positivo desde un punto de vista estratégico y de negocios, adquirir los préstamos que actualmente mantiene Endesa Latinoamérica en Central Dock Sud, en la medida que la adquisición se realice a un precio y términos adecuados.

Por lo tanto, en mi opinión la operación propuesta sí contribuye al interés social de Enersis, teniendo en consideración las siguientes razones:

- i. Permite mantener CDS: a través de la adquisición de los créditos Enersis podrá participar en el aumento de capital de CDS que le dará continuidad al negocio, al evitar el riesgo de disolución. Adicionalmente, con la operación CDS quedará sin deuda, por lo que será una empresa saludable, sin las pérdidas por diferencia en cambio que hoy le genera el pasivo en USD.
- ii. Calidad del activo: tanto por su ubicación, su capacidad instalada y sus características técnicas de operación, CDS es un relevante activo de generación

en el mercado eléctrico argentino, y particularmente tiene mucha relevancia en el abastecimiento eléctrico de la capital de Argentina, Buenos Aires.

- iii. Mejoras regulatorias: La regulación eléctrica argentina ha dado algunas señales positivas de cambios, migrando desde un sistema marginalista intervenido a un sistema de costo medio. Muestra de ello es la Resolución SE 529, publicada en mayo 2014, la que ha permitido mejorar la remuneración de CDS y por tanto mejorar su EBITDA.
- iv. Señal positiva para mercado argentino: Se entrega señal positiva en el mercado argentino, reforzando la posición del Grupo Enersis en el sector eléctrico, donde participa a través de Endesa Costanera, El Chocón, Edesur, Cemsa, Yacylec, Compañía de Transmisión del Mercosur (CTM) y Transportadora de Energía S.A. (TESA). Durante el 2013, el conjunto de las operaciones en Argentina le reportaron a Enersis el 9,1% de su EBITDA consolidado.
- v. Señal de compromiso con socios: PAE e YPF son los principales actores del mercado de hidrocarburos en Argentina. Al darle continuidad a las operaciones de CDS se hace viable una relación de largo plazo en el futuro con los socios.

2. Precio de mercado y demás términos y condiciones

El siguiente cuadro resume el precio de mercado para Enersis de compra de los créditos que ELA tiene contra CDS, indicado por cada uno de los evaluadores independientes. La metodología y principales supuestos ya fueron presentados previamente en la Sección III.

	Fecha Emisión	Valor de mercado para Enersis de los créditos de ELA contra CDS
IM Trust	30/09/2014	USD 21,1 a 23,6 millones
Itaú BBA	02/10/2014	Bajo USD 33,8 millones

En relación a la diferencia que plantean los valoradores de cuál es el porcentaje de CDS post-capitalización que obtiene Enersis a través de la compra de los créditos a ELA, es importante reconocer que hoy las acciones de CDS no tienen valor económico, ya que la deuda neta es mucho mayor que el valor compañía (enterprise value). Por tanto, lo que Enersis obtiene en esta operación es un 40,25% del capital social de CDS, pero de una compañía post-capitalización con estructura de capital distinto, pues no hay deuda y las acciones tienen el valor de enterprise value. Es por esto que estoy de acuerdo con lo indicado por Itaú BBA en su informe, que Enersis valoriza el 40,25% de CDS al comprar estos créditos.

La metodología de flujo de caja descontado es ampliamente reconocida como la más utilizada y confiable en valoraciones de compañías y sus activos, y me inclino por elegir un escenario base para la valoración de CDS. No veo argumentos por el cual elegir un escenario optimista, pues aunque ha habido señales regulatorias positivas, aún no son suficientes. Por otro lado, los riesgos inherentes al país y a la falta de liquidez del activo se reflejan en la tasa de descuento, por lo que no veo necesario ponderar adicionalmente por escenarios más conservadores. La visión conservadora inherente a no tomar en cuenta la valoración que surge de los comparables (Costanera) o lo que valora PAE, sirve de factor de seguridad.

Habiendo dicho lo anterior, en relación a la metodología de flujo de caja descontado (DCF) es un hecho que las adquisiciones no se realizan a DCF, sino que regularmente se aplica un descuento, que puede fluctuar entre un 10 a 20%.

Por lo anterior, considerando que el 40,25% de CDS tiene un valor de DCF según un escenario base de Itaú de USD 33,8 millones, el valor de mercado de la deuda a ser adquirida debiese estar bajo los 30,4 millones.

Es importante considerar que la transacción entre Enersis y ELA debe realizarse en condiciones de mercado satisfactorias para todos los accionistas de cada una de estas sociedades, en particular de sus accionistas minoritarios, los que observarán en detalle que no se vulneren los intereses de la sociedad en la cual participan.

V. CONCLUSIONES

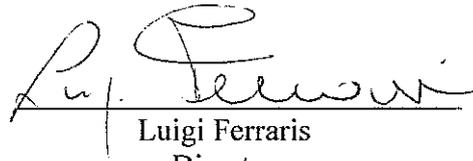
La operación propuesta tiene como objetivo recomponer la situación patrimonial de una de las sociedades del Grupo Enersis, que por razones regulatorias y de mercado se encuentra en situación de patrimonio negativo. De acuerdo a la legislación argentina, se deberá proceder la liquidación y disolución de la sociedad, salvo que los accionistas propongan e implementen medidas para corregir la situación.

Es interés de los socios, accionista de CDS, realizar una operación financiera de recomposición del patrimonio de la sociedad a fin de preservar los activos, su valor y darle continuidad al negocio de Central Dock Sud.

En los términos en que está planteada la operación, concluyo que:

- En mi opinión, sería positivo para Enersis, desde un punto de vista estratégico y de negocios, adquirir la deuda de Central Dock Sud, sujeto a que se materialice a un precio de transferencia, términos y condiciones adecuados.
- En mi opinión, para que se genere valor para Enersis se debiera pagar un hasta USD 30,4 millones.

- Considerando lo anterior, estimo que la propuesta de aumento de capital sí contribuye al interés social de Enersis.



Luigi Ferraris
Director
Enersis S.A.