DECLARACIÓN JURADA

En Santiago, a 2 de octubre de 2014, ante el Notario que autoriza sus firmas comparecen don **José Luis Jeria López**, chileno, casado, ingeniero civil, cédula nacional de identidad N° 9.766.557-5, y don **Cristián Ernesto Peñaloza Jasen**, chileno, casado, ingeniero civil industrial, cédula nacional de identidad N° 10.503.312-5, ambos en representación de **BANCO ITAÚ CHILE**, sociedad del giro de su denominación, en adelante también "**ITAÚ CHILE**", todos domiciliados en Magdalena 140, Piso 22, Las Condes, Región Metropolitana, quienes efectúan bajo juramento las siguientes declaraciones, para los efectos que correspondan de conformidad a la legislación chilena, en relación con el informe de evaluación independiente (en adelante la "Evaluación Independiente") que con fecha 30 de julio de 2014 la sociedad Enersis S.A. encargó a ITAÚ CHILE, respecto de una operación que se someterá a la Junta Extraordinaria de Accionistas de Enersis S.A.

Primero: ITAÚ CHILE y los profesionales de dicha empresa que han participado y participarán de la Evaluación Independiente, son independientes de Enersis S.A., de Endesa Latinoamérica S.A, de Inversora Dock Sud S.A., de Central Dock Sud S.A. y de los Grupos empresariales a que pertenecen dichas sociedades (conforme al título XV de la Ley de Mercado de Valores), así como de sus auditores externos y de sus consultores e intermediarios que participan en la operación en que incida la Evaluación Independiente.

Segundo: ITAÚ CHILE y los profesionales de dicha empresa que han participado y participarán en la Evaluación Independiente, no guardan, respecto de las personas señaladas en el número anterior, ninguna de las relaciones descritas en el artículo 100 de la referida Ley de Mercado de Valores.

Para constancia firman los comparecientes,

José Luis Jeria López
pp. BANCO ITAÚ CHILE

Cristián Ernesto Peñaloza Jasen
pp. BANCO ITAÚ CHILE

Firmaron ante mí don José Luis Jeria López, cédula nacional de identidad N° 9.766.557-5, y don Cristián Ernesto Peñaloza Jasen, cédula nacional de identidad N° 10.503.312-5, ambos en representación de BANCO ITAÚ CHILE.

Santiago, 2 de octubre de 2014.-

SANTIAGO TORREALBA ACEVEDO
13ª NOTARIA
Santiago - Chile
NOTARIO PUBLICO

NOTARIO PÚBLICO

enersis

- Informe del Evaluador Independiente -

Octubre 2014

Itaú BBA

Declaración de Responsabilidad

El presente informe (el “Informe”) ha sido elaborado por BANCO ITAÚ CHILE (en adelante “ITAÚ BBA de BANCO ITAÚ CHILE”) en su calidad de Evaluador Independiente y a consecuencia de su nombramiento por parte del Directorio de ENERSIS S.A. (el “Directorio” y “ENERSIS” respectivamente), de acuerdo al artículo 147 de la Ley 18.046, en relación al potencial impacto para ENERSIS de la operación de compraventa de créditos de Central Dock Sud S.A., su posterior capitalización, y otras operaciones consecuenciales a las anteriores (la “Operación Propuesta”).

En la elaboración de este Informe se ha utilizado información de conocimiento público e información entregada por ENERSIS, sus filiales, personas relacionadas y asesores, no encontrándose ITAÚ BBA de BANCO ITAÚ CHILE bajo la obligación de verificar de manera independiente dicha información, por lo cual no se asume responsabilidad alguna por la exactitud y veracidad de la información que ha servido de base para su preparación.

En este Informe se ha utilizado la mejor información y metodologías disponibles a la fecha de su emisión, y de las cuales resultan ciertas proyecciones y conclusiones que podrían variar, a su vez, si la información y metodologías presentasen variaciones en el futuro.

Las opiniones y/o conclusiones que se contienen a lo largo de este Informe constituyen las opiniones o estimaciones de ITAÚ BBA de BANCO ITAÚ CHILE, al momento de la emisión del mismo, con respecto a la Operación Propuesta.

Las conclusiones del Informe se encuentran basadas en ciertos supuestos de hecho, las cuales pueden variar de manera significativa a lo largo del tiempo por diversos factores de difícil predicción, por lo cual ITAÚ BBA de BANCO ITAÚ CHILE no puede garantizar la validez de las conclusiones sino solamente en aquellos casos en que se verifiquen todos los supuestos de hecho que sirven de base.

Los datos, opiniones y conclusiones contenidos en el Informe no constituyen una recomendación para el Directorio de ENERSIS respecto de la Operación Propuesta, pudiendo este Informe solamente ser utilizado para los fines establecidos en el artículo 147° de la Ley 18.046.

ITAÚ BBA de BANCO ITAÚ CHILE no tiene la obligación de modificar el Informe una vez emitido.

Queda expresamente prohibida la reproducción total o parcial de este Informe, sin la autorización previa y por escrito de Itaú BBA de Banco Itaú Chile.

Resumen de la Situación y Resultados (1/2)

Situación Actual

- Central Dock Sud ("CDS") es una central térmica que opera en el sector de generación de energía en la Argentina, con una capacidad instalada de 870 MW (ciclo combinado principalmente).
  - La capacidad instalada de Central Dock Sud representa un 2,74 % de la capacidad instalada de generación eléctrica de la Argentina, y representó ~ 3,78 % de la generación de energía total del país en 2013, lo que representa ~ 5,91 % del total térmico generado en dicho período.
  - La demanda de electricidad anual en el mercado eléctrico mayorista argentino creció a una tasa compuesta anual del 3,39 % durante el período 2009-2013
- Sobre la base de la legislación argentina, Central Dock Sud SA debe disolverse dado que actualmente tiene patrimonio negativo
  - Enersis actualmente tiene una participación indirecta de 39,995 % del capital accionario de Central Dock Sud. Otros accionistas de Central Dock Sud son YPF, Panamerican Energy y PPP (Programa de Propiedad Participada) con un 39,996 %, 19,998 % y 0,01 %, respectivamente.
  - En el caso de que Central Dock Sud se disolviera, Itaú BBA de Banco Itaú Chile estima que Enersis no recibiría valor alguno de tal proceso de liquidación, ni en dinero en efectivo ni de cualquier otra forma.
    - Además de su participación accionaria indirecta en Central Dock Sud, Enersis (la "Compañía" o "ENI") tiene reclamos indirectos por responsabilidad subordinada en contra de Central Dock Sud por USD 16,4 mm en forma de capital e intereses vencidos relacionados con el Préstamo Subordinado y las Acciones Preferentes de esta última.
  - Adicionalmente, bajo un proceso de liquidación, Enersis reflejaría un efecto contable positivo en la utilidad neta de USD 41 mm a partir de Junio de 2014 y una disminución de la deuda neta consolidada de USD 194 mm según lo estimado por la administración de Enersis

La Operación Propuesta

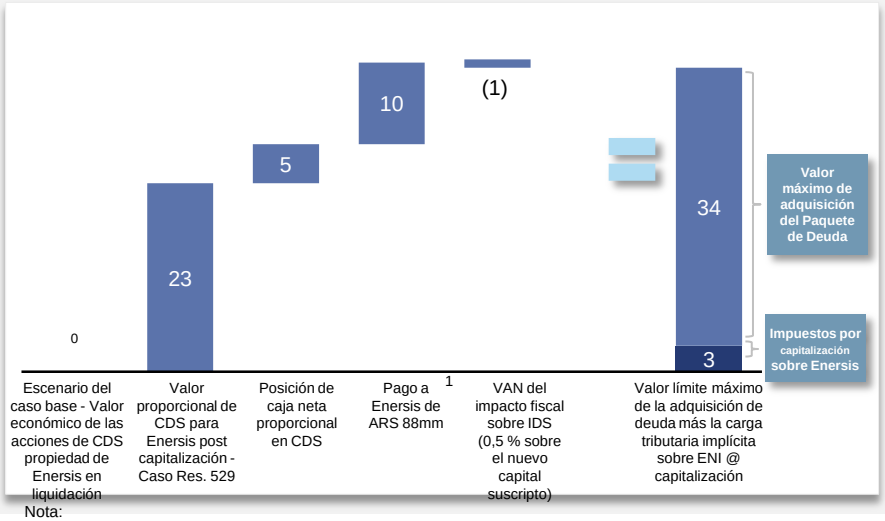
- Con el fin de evitar la disolución de Central Dock Sud y reconstituir su capital social, Enersis está considerando llevar a cabo la Operación Propuesta.
- La Operación Propuesta consiste, entre otros, en la adquisición por parte de Enersis S.A. a Endesa Latinoamérica S.A. ("ELA") de todos los reclamos pendientes que esta última tiene contra Central Dock Sud S.A. (el "Paquete de Deuda").
  - A Junio de 2014 Endesa Latinoamérica tiene reclamos por concepto de capital, intereses sobre el capital, intereses vencidos y comisiones contra Central Dock Sud por un monto total de USD 104,4 mm.
  - Estos reclamos se concentran en dos instrumentos diferentes:
    - El Préstamo Senior: La participación de Endesa Latinoamérica en el Préstamo Senior representa aproximadamente el 57 % del principal de USD 90,7 mm (el "Préstamo Senior").
      - Este Préstamo Senior tiene jerarquía sobre cualquier otra deuda. Las garantías incluyen una hipoteca y prenda sobre el terreno y la planta de generación, una cesión fiduciaria sobre contratos materiales, una cesión fiduciaria de créditos contra CAMMESA, y una prenda sobre las acciones de Inversora Dock Sud ("IDS"), YPF y Pan American Energy en Central Dock Sud (es decir, prácticamente el 100 % del capital social). El Préstamo Senior está denominado y es pagadero en dólares estadounidenses, y está sujeto a las leyes de Nueva York.
    - El Préstamo de los Accionistas: La participación de Endesa Latinoamérica en el Préstamo de los Accionistas representa aproximadamente el 40 % del principal de USD 34,0 mm (el "Préstamo de los Accionistas").
      - Si bien es *Senior* en su jerarquía, se acordó que la fecha de pago del capital es posterior al pago del Préstamo Senior, se denomina y es pagadero en dólares estadounidenses y está sujeto a la legislación Argentina.
- En virtud de la Operación Propuesta y después de adquirir el Paquete de Deuda a Endesa Latinoamérica S.A., Enersis S.A., junto con Pan American Energy e YPF, condonará los intereses y comisiones, y capitalizará el capital de la deuda a favor de todas ellas contra Central Dock Sud, a excepción de ARS 88 mm que Enersis cobrará en efectivo.
  - La participación accionaria resultante en Central Dock Sud permanecerá prácticamente inalterada.
  - Central Dock Sud no tendrá ninguna deuda después de la capitalización de acuerdo con la Operación Propuesta
- La Operación Propuesta será formalizada por Enersis, YPF y Panamerican Energy a través de un Acuerdo de Capitalización.
  - El Acuerdo de Capitalización es un acuerdo que involucra exclusivamente a Enersis, ELA, YPF y Pan American Energy (las "Partes") y que ha sido totalmente redactado y elaborado para el interés de las Partes mencionadas.
  - El Acuerdo de Capitalización considera como condición precedente, y entre otros, que Endesa Latinoamérica transfiera a Enersis el Paquete de Deuda; una situación que Endesa Latinoamérica no tiene obligación de ejecutar conforme al acuerdo vigente actual.

Resumen de la Situación y Resultados (2/2)

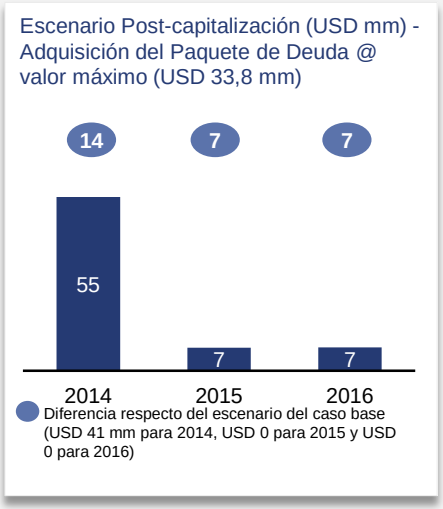
Resumen de los Resultados

- Sobre la base de los análisis realizados creemos que las siguientes razones apoyan la existencia de un rango de valor de mercado justo para el Paquete de Deuda que Endesa Latinoamérica S.A. transferirá a Enersis, el cual estimamos debe estar entre USD 20,1 mm y USD 50,7 mm.
  - Flujo de caja disponible para el servicio de deuda en Central Dock Sud
  - Derechos de preferencia y garantías asociada al Préstamo Senior
  - Activos físicos de Central Dock Sud y su valor de reposición implícito
  - Calidad de los accionistas de CDS, como lo son Enersis, YPF y Pan American Energy
- Dada nuestra estimación del valor justo de la empresa para Central Dock Sud y bajo diferentes análisis realizados junto con otras implicaciones de la Operación Propuesta a Enersis, y en contraste con la alternativa de la disolución de Central Dock Sud, creemos que la Operación Propuesta será conveniente para el interés social de Enersis si el Paquete de Deuda se adquiere en un valor menor a USD 33,8 mm[1]
  - Por debajo de dicho nivel, la Operación Propuesta crea un valor presente neto positivo para Enersis y resulta en un impacto contable más positivo que el escenario de la disolución.
  - Los análisis realizados indican que la actual participación accionaria indirecta de 39,99 % de Enersis en CDS no tiene valor económico.
  - Estimamos que el valor de la empresa Central Dock Sud a Junio del 2014 es de USD 59,5 mm.
  - A Junio de 2014 Central Dock Sud tenía USD194 mm de deuda neta en circulación y USD25 mm en el pasivo por *Diferencial de Rescate* [2].
- Además, el valor del Paquete de Deuda se beneficia de los positivos aspectos cualitativos y estratégicos de la Operación Propuesta para Enersis.
  - Creemos que una vez que se ejecute la capitalización de CDS, no habría ninguna necesidad de nuevas capitalizaciones en el corto plazo.
  - La Operación Propuesta apoya los intereses del grupo Enersis en la Argentina respecto de sus activos de distribución, transmisión y generación de electricidad en Endesa Costanera, El Chocón, Edesur, Yacylec, Compañía de Transmisión del Mercosur y Transportadora de Energía S.A.
  - La Operación Propuesta evita la entrada de un nuevo actor a Central Dock Sud.

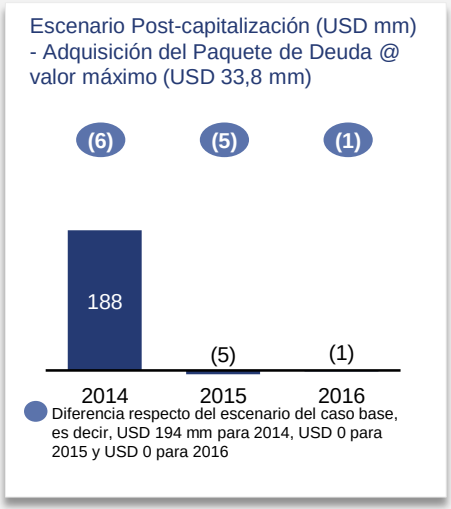
Valor Actual Neto de la Operación Propuesta para Enersis (USD mm)



Impacto sobre las utilidades netas de Enersis



Impacto de la disminución de la deuda neta para ENI



Nota:

1 Si el pago de la deuda por ARS 88 mm a Enersis se repatriara a un tipo de cambio de ARS 13,32/USD, el valor máximo de adquisición del Paquete de Deuda mencionado se situaría en USD 30,3 mm.

2 El *Diferencial de Rescate* es el interés adeudado por las acciones preferentes de Central Dock Sud.

Índice

SECCIÓN 1 Introducción

SECCIÓN 2 Marco del Análisis Realizado

SECCIÓN 3 Consideraciones Sobre Central Dock Sud

SECCIÓN 4 Análisis Realizado

SECCION 4A Análisis de Valorización de Central Dock Sud

SECCIÓN 4B Valorización de Préstamos ELA a CDS

SECCIÓN 4C Impacto en las Utilidades Netas y la Deuda Neta de Enersis

SECCIÓN 5 Conclusiones

SECCIÓN 6 Respuestas a las Solicitudes del Director Sr. Rafael Fernández M.

Apéndice Material Complementario

SECCIÓN 1

Introducción

Antecedentes

Situación jurídica de Central Dock Sud S.A. de Acuerdo a la Ley de Sociedades Comerciales, Ley 19.550

2006

- Desde 2006, CDS se haya en incumplimiento del Art. 206 de la "Ley 19.550, Ley de Sociedades Comerciales", que establece que las pérdidas de las empresas no pueden superar el 50% del total de su capital y reservas.
- El incumplimiento de este requisito se traduciría en que CDS debe reducir su capital para absorber las pérdidas acumuladas.

2007

- En 2007, CDS ejecutó la primera reducción de capital por USD 10,5 mm, en relación con las pérdidas informadas de la empresa en 2006.

2009

- En 2009, CDS ejecutó la segunda reducción de capital por USD 29,5 mm, en relación con las pérdidas informadas en 2008.
- En Diciembre de 2009, CDS informó pérdidas superiores al 50 % del total de capital y reservas.
  - Se descartó una reducción de capital adicional.

2010

- En 2010, los accionistas de CDS -Inversora Dock Sud S.A., Panamerican Energy (PAE) e YPF- iniciaron conversaciones para abordar la necesidad de una capitalización de CDS.
- Durante este período, la situación patrimonial de CDS ha mejorado temporalmente.

2013

- Desde 2013 y dentro de sus estados financieros preliminares, CDS ha informado un patrimonio negativo.
- En este escenario, la normativa Argentina requiere que CDS tome acciones correctivas o que se disuelva la sociedad.

Ley de Sociedades Comerciales Argentina – Puntos Principales

- En virtud del Art. 94 de la Ley 19.550 y a la luz de los resultados financieros esperados de Central Dock Sud para 2013, la empresa podría ser forzada a pedir su disolución.
- Si se declara la disolución, la administración sólo puede atender los asuntos urgentes y tomar las medidas necesarias para iniciar el proceso de liquidación de la empresa. Cualquier otra actividad ejecutada por la administración que no esté relacionada con la liquidación y/o con asuntos urgentes, atribuye responsabilidad solidaria a la administración con respecto a los reclamos de terceros. (Es decir, si los accionistas y la administración no proceden a la liquidación de la empresa, el total de la deuda de Central Dock Sud se convierte en "recursiva" contra sus accionistas y miembros del Directorio.)
- El Art. 96 dice que la disolución de CDS no procede si sus socios acuerdan reconstituir total o parcialmente o aumentar el capital de la empresa.

Fuente: Presentaciones de la compañía.

Operación Propuesta

Situación de CDS al mes de Junio de 2014

Estructura accionaria

- Enersis SA es el principal accionista de IDS con una participación del 57,14%, y uno de los principales accionistas de CDS con una participación total indirecta de 40,0%
- IDS es una sociedad *Holding* o titular de acciones de inversión, mientras que CDS es una generadora de energía en la Argentina, con 870 MW de capacidad instalada neta.
- YPF tiene una participación directa en IDS de 42,86% y una participación directa en CDS del 10%.
- PAE tiene una participación accionaria directa en CDS de 20%.
- La interacción entre IDS, YPF y PAE está regida por un Acuerdo de Accionistas que incluye derechos de mayoría calificada por 85 % del total de los derechos de voto.

Pasivos con partes relacionadas

Deuda Estructurada Senior

- Endesa Latinoamérica S.A. ("ELA") tiene un monto de capital de USD 51,8 mm e intereses vencidos por USD 33,9 mm.
- YPF posee un monto de capital de USD 38,9 mm e intereses vencidos por USD 26,3 mm.

El Préstamo de los Accionistas

- ELA e YPF tienen un monto de capital de USD 13,6 mm e intereses vencidos por USD 5,1 mm cada una.
- PAE posee un monto de capital de USD 6,8 mm e intereses vencidos por USD 2,5 mm.

Deuda subordinada

- IDS tiene un monto de capital de USD 3,9 mm.

Diferencial de Rescate

- IDS tiene intereses vencidos sobre sus acciones preferentes por USD 26,7 mm.

La Operación Propuesta

- Con el fin de reconstituir el patrimonio de CDS, todos los accionistas han acordado realizar una capitalización de IDS y CDS, y cumplir con la reglamentación local.

La "Operación Propuesta" comprende tres etapas principales

1
- ELA venderá y concederá a Enersis los préstamos que tiene otorgados a CDS.

2
- Tras condonar los intereses, las comisiones y el diferencial de rescate de CDS y sin considerar los ARS 88 mm que CDS debe pagar a Enersis, Enersis junto con PAE e YPF, contribuirán sus préstamos a valor nominal en igualdad de condiciones para restaurar el capital de IDS y posteriormente de CDS.

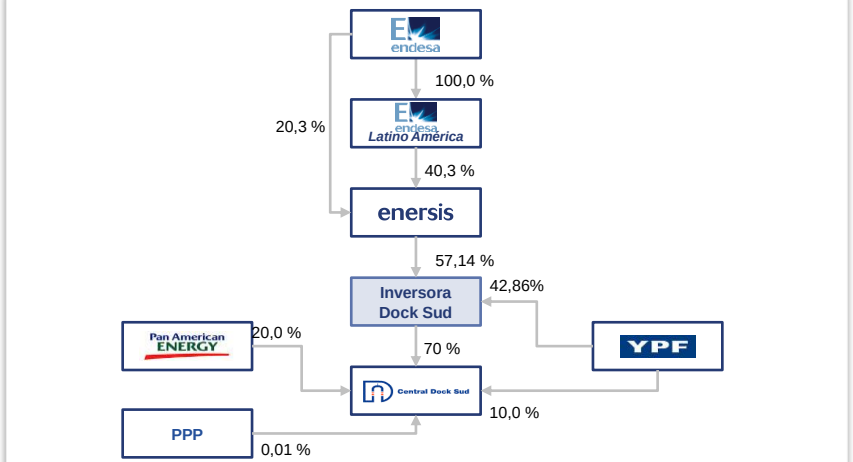
2a.
- Con el fin de evitar la dilución, Pan American Energy capitalizará ARS 125 mm en forma de créditos comerciales con CDS o efectivo.

2b.
- Con parte de los fondos recibidos de PAE, CDS amortizará ARS 88 mm de la deuda que Enersis adquirió de ELA en el Paso 1.

3
- A cambio de los préstamos, los acreedores recibirán acciones emitidas por IDS y CDS en proporción al aporte realizado.

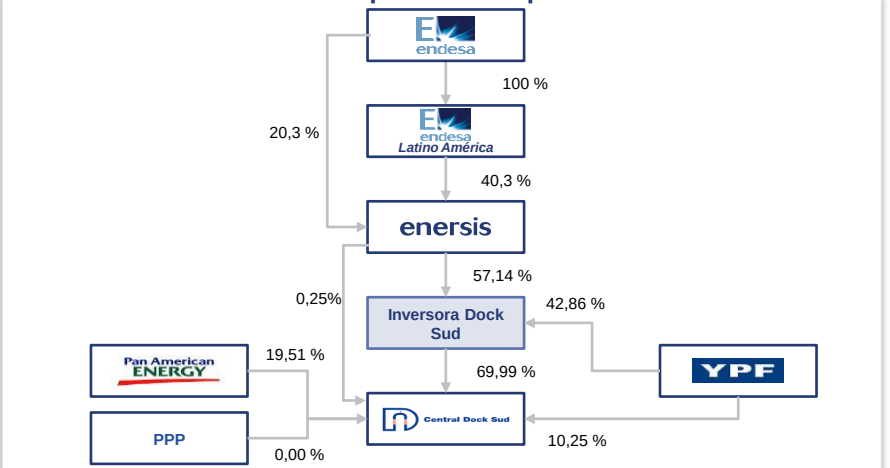
4
- La reducción de capital de CDS absorberá las pérdidas con el fin de cumplir con la "Ley de Sociedades Comerciales Argentina" en el caso de que las pérdidas acumuladas después de la Operación Propuesta superen el 50 % del capital suscripto.

Estructura accionaria actual



PPP es el Programa de Propiedad Participada

Estructura accionaria después de la Operación



PPP es el Programa de Propiedad Participada

Fuente: Presentaciones de la compañía

Alcance del Informe del Evaluador Independiente

- El 29 de Julio de 2014, Itaú BBA de Banco Itaú Chile presentó una propuesta a la Compañía para actuar como Evaluador Independiente. Para los efectos previstos en los términos del Artículo 147 de la Ley 18.046 (Ley de Sociedades Anónimas de Chile), el Directorio de Enersis contrató a Itaú BBA de Banco Itaú Chile el 30 de Julio de 2014 como Evaluador Independiente, por lo que debería informar a los accionistas de la Compañía con respecto a la Operación Propuesta, según se define a continuación.

- En su Carta de Solicitud de Propuesta de fecha 24 de Julio de 2014 Enersis describió y definió una Operación Propuesta mediante la cual, entre otros, la Compañía adquiriría los préstamos que Endesa Latinoamérica S.A. mantiene en Central Dock Sud S.A. para luego realizar una capitalización de Central Dock Sud S.A. y evitar su disolución de acuerdo al Art. 94 de la *Ley de Sociedades Comerciales Argentina, Ley 19.550*.

- El Directorio de Enersis ha solicitado que el Informe del Evaluador Independiente considere lo siguiente:
    1. Una descripción de las condiciones establecidas en la Operación Propuesta.
    2. Una evaluación del valor de mercado de los créditos que Enersis podría adquirir.
    3. Un análisis de los efectos y potenciales impactos de la Operación Propuesta en Enersis, teniendo en cuenta:
        - Si la Operación Propuesta contribuye al interés social
        - Si la Operación Propuesta se ajusta al precio, términos y condiciones vigentes en el mercado al momento de su aprobación
    4. Otras cuestiones específicas en relación con la Operación Propuesta que el Comité de Directores y el Directorio de Enersis pueden requerir expresamente que sean evaluados por el Evaluador Independiente.

SECCIÓN 2

Marco del análisis realizado

Marco del análisis realizado

- De conformidad con el Artículo 147 de la Ley 18.046 y dentro del alcance de la solicitud de Enersis, este informe abordará el siguiente análisis:

Objetivo del Análisis	Análisis a Realizar
1. ¿Cuál es el rango del valor de mercado de la deuda de ELA a ser adquirida por Enersis?	Evaluaremos el valor razonable de la deuda a través de la simulación y desarrollo de 3 metodologías: (i) VAN de los flujos de caja disponibles para el servicio de la deuda. (ii) Valor basado en la estructura de capital de valor de la firma ("VF"), que representa la recuperación tanto para los acreedores de la deuda como para los accionistas de CDS. (iii) Valor de recuperación en un proceso de liquidación de CDS. En aras de mayor claridad, el "valor razonable" podría diferir del precio que pagaría un inversor en el mercado, ya que dicho precio de oferta consideraría un retorno para el inversor, por lo que se encontraría en uno de los extremos de la curva entre el precio de oferta y el precio de venta.
2. ¿Crea la Operación Propuesta un valor económico para Enersis en comparación con el Escenario del Caso Base?	Si la suma de los valores económicos de 1, 2 y 3 de abajo es mayor que el valor de las acciones de CDS en el Escenario del Caso Base 1. Adquisición de la deuda de ELA 2. Valuación de las acciones de Central Dock Sud después de la Operación Propuesta utilizando las siguientes metodologías o Análisis de Flujos de Caja Descontados o Múltiplos de comparables transables o Transacciones comparables precedentes o Valorizaciones de terceros 3. Otros impactos sobre la caja de Enersis de la Operación Propuesta o Pago de ARS 88 mm a Enersis o Base imponible a Enersis en Chile por la capitalización al valor nominal del capital de la deuda adquirida a ELA o Aumento anual de impuestos a Enersis por un 0,5 % del nuevo capital suscripto en IDS y CDS 4. Consideraciones cualitativas de racional estratégico y fundamentos de la Operación Propuesta para Enersis
3. ¿Cuál es el impacto en la utilidad neta de Enersis y su deuda neta consolidada respecto del Escenario del Caso Base? • Considerando la conformidad con las NIIF emitidas por el IASB	Análisis pro-forma de la deuda neta y la utilidad neta de Enersis al momento de la Operación Propuesta y en adelante

- El Escenario del Caso Base representa la disolución de CDS en ausencia de una capitalización.
  - Desde una perspectiva de valor económico, el valor de las acciones de CDS al momento de la disolución se evaluará a través de las mismas metodologías de valuación de las acciones de Central Dock Sud indicados anteriormente
  - Desde el punto de vista del impacto sobre las utilidades netas, la liquidación de CDS generaría un aumento no caja por una sola vez en las utilidades netas de USD 41 mm[1], con el supuesto de que el valor de las acciones de Enersis en CDS sea igual a cero al momento de liquidación.
  - Desde la perspectiva de la deuda neta consolidada, la liquidación de CDS generaría una disminución de la deuda neta consolidada de ENI por USD 194 mm.

Nota:
1 Impacto sobre la utilidad neta de Enersis bajo el escenario de liquidación de CDS. CDS informa un valor en libros por USD 34 mm y pérdidas acumuladas por USD 7 mm.

Información suministrada por Enersis

- Enersis proporcionó un paquete de información inicial con la siguiente información:
  - Proyecciones de los Estados Financieros de CDS para 2014-2023
  - Estados Financieros históricos de CDS:
    - Estados Financieros Auditados de 2011 y 2012 con notas a los Estados Financieros
    - Estados Financieros Preliminares de 2013 con notas a los Estados Financieros
    - Planilla Excel con los Estados Financieros para el primer semestre de 2014 sin notas a los Estados Financieros
  - Información legal relacionada con los préstamos pendientes de CDS (Préstamo Senior, Préstamo de los Accionistas y Préstamo de IDS)
  - Acuerdo de Accionistas en IDS y CDS y versión final del nuevo Acuerdo de Capitalización para la Operación Propuesta
  - Notas contables y tributarias sobre la Operación Propuesta
  - Breve presentación de la Operación Propuesta

- Itaú BBA de Banco Itaú Chile realizó una serie de preguntas a Enersis, las cuales fueron respondidas periódicamente por email, definido por la Compañía como el canal formal para este propósito
  - Enersis respondió por e-mail más de 150 preguntas
  - Algunas respuestas a esas preguntas está incluidas en las próximas páginas llamadas «Otras Consideraciones Entregadas por Enersis»
- Como parte del proceso de *Due Diligence* también hubieron:
  - Presentaciones de la administración de CDS
  - Visita de campo a las instalaciones de Central Dock Sud en la Argentina
  - Reuniones de trabajo con la administración de CDS, Directores y la administración de Enersis

Otras Consideraciones Entregadas por Enersis

- Itaú BBA de Banco Itaú Chile hizo preguntas y solicitó información a Enersis, cuyas respuestas se entregaron por e-mail.
  - Enersis recibió las acciones de CDS por CLP$1 a raíz del aumento de capital realizado por ENI en marzo de 2013. Esta operación consideró la transferencia de las acciones que Endesa, S.A. (Endesa España) tenía directamente en sociedades de América del Sur, y no incluían la transferencia, cesión o venta de cualquier otro activo. Endesa España expresó el compromiso de utilizar a Enersis como único vehículo de inversión para inversiones en LatAm, con excepción de las relacionadas con ERNC, que serían desarrolladas por Enel Green Power.
  - Costo Plus es un mecanismo de conocimiento público anunciado por el Gobierno argentino.
  - Ni CDS ni IDS tienen contingencias tributarias pendientes.
  - Enersis no ha hecho ninguna provisión en sus estados financieros con respecto a las acciones de IDS.
  - La posición de caja de ARS 125 mm que PAE aportará a la capitalización para mantener su participación actual es desconocida, y la diferencia que pueda existir será aportada en cuentas por cobrar pendientes que tiene por suministro de gas.
  - Si la Operación Propuesta no se lleva a cabo, CDS o IDS entrará en un proceso de liquidación y el resultado de este proceso tendría un impacto positivo de USD 41 mm para Enersis en su Estado de Resultados, sin tener implicaciones fiscales. Este análisis es al mes de Junio de 2014 y supone que el valor pagado por las acciones de Enersis en IDS al momento de liquidación es cero.
  - Ni PAE ni ninguno de sus accionistas y/o filiales obtendrían, ahora o en el futuro, ningún beneficio (además de la de su condición de accionista) de la Operación Propuesta.
  - El Acuerdo de Capitalización considerado dentro de la Operación Propuesta a través del cual Enersis, YPF y PAE buscan capitalizar CDS y mantener relativamente sus participaciones proporcionales actuales en el patrimonio de CDS, se elaboró exclusivamente para Enersis, ELA, YPF y PAE, y por lo tanto creemos que no se puede extrapolar a otro titular del Paquete de Deuda, especialmente a aquellos grupos que no tengan participaciones accionarias en CDS antes de la capitalización.
    - El Acuerdo de Capitalización considera como condición precedente, entre otros, que ELA transfiera a Enersis el Paquete de Deuda.
  - Si no se alcanza un acuerdo para capitalizar CDS, la compañía debe ser disuelta. Adicionalmente ELA no puede capitalizar su deuda en CDS de manera directa dado que ésta situación no está considerada en el Acuerdo de Capitalización disponible actualmente. Dicho Acuerdo requiere como condición precedente que ELA transfiera a ENI el Paquete de Deuda referido. De acuerdo a la Ley Chilena dado que ENI y ELA son partes relacionadas, la Operación Propuesta está sujeta a el Art. 147 de la LSA por lo que debe ser aprobada en Junta Extraordinaria de Accionistas
  - Como alternativa a la Operación Propuesta, ELA consideró la capitalización de la deuda en CDS para luego vender a Enersis las acciones recibidas de CDS. Sin embargo, dado el compromiso de Endesa S.A. mencionado en el primer sub-punto y la necesidad de dos juntas de accionistas para aprobar la operación alternativa, por simplicidad se decidió realizar la Operación Propuesta.

Otras Consideraciones Entregadas por Enersis (Cont.)

- La participación indirecta actual de Enersis en CDS al mes de Junio de 2014 se expone como un valor patrimonial negativo de USD 34 mm.
- El Préstamo Senior es el único instrumento senior de CDS vigente y está sujeto a las leyes de Nueva York.
- CDS no tiene Estados Financieros con notas para el primer semestre de 2014.
- La condonación del Diferencial de Rescate no tiene efectos tributarios sobre CDS e IDS, ya que la capitalización se realiza al valor nominal de la deuda.
- La Ley Argentina establece para los accionistas extranjeros una tasa de impuesto anual del 0,5 % sobre el capital suscripto.
- El valor al que Enersis comprará los préstamos de ELA se registrará en los libros de Enersis al valor de mercado que la Junta Extraordinaria de Accionistas defina. Cualquier diferencia que pueda surgir entre esta cuenta por cobrar y la deuda pendiente en CDS, tendrá un efecto en la utilidad neta.
- Enersis registrará una pérdida por los intereses condonados a CDS, mientras que al mismo tiempo registrará una ganancia, de modo que se compensará parcialmente el efecto negativo en Enersis. Teniendo en cuenta que los préstamos adquiridos se registrarán a su valor de mercado, no habrá efecto tributario en Chile. En Argentina las utilidades generadas por la condonación de intereses no genera retenciones y no están sujeta a tributación.
- Cualquier efecto adicional que pueda surgir de la capitalización de los préstamos a su valor nominal se registrará en la cuenta de "Reservas" del Balance General de Enersis. En Chile, la diferencia creada entre la capitalización de los préstamos a valor nominal y el valor pagado por ellos está sujeta a una tasa de impuesto del 21 % (35 % para los accionistas). En Argentina la capitalización al valor nominal de los préstamos no genera ninguna utilidad.
- Al 31/12/2013 los préstamos no capitalizados y convertidos a ARS tendrán un impacto en las utilidades netas de CDS y Enersis, la que dependerá del tipo de cambio de la divisa argentina.
- Enersis no está obligada a comprar la deuda de ELA en CDS ni a realizar la Operación Propuesta hasta que firme el Acuerdo de Capitalización con sus socios en CDS.
- El Acuerdo de Capitalización considera como condición precedente y entre otros que Endesa Latinoamérica transfiera a Enersis el Paquete de Deuda. Como se explicó anteriormente, bajo el actual Acuerdo de Capitalización Endesa Latinoamericana no tiene obligación de ejecutar la transferencia de los préstamos a Enersis.

Otras Consideraciones Entregadas por Enersis (Cont.)

- La aceptación de Endesa Latinoamérica de la oferta de Acuerdo de Capitalización (la "Oferta") debe ser pura y simple.
  - Si ELA acepta la Oferta estará sujeta a ciertas condiciones, el acuerdo no entrará en vigor hasta que se cumplan esas condiciones
- El Acuerdo de Capitalización tiene que ser aceptado por todas las Partes involucradas.
  - Si alguna de las Partes no acepta el Acuerdo, éste no se hace efectivo y un nuevo Acuerdo de Capitalización tendría que negociarse con las Partes que acepten.
- Antes de acordar y firmar el Acuerdo de Capitalización, ELA habrá transferido a Enersis todos sus derechos sobre el Préstamo Senior, el Préstamo de los Accionistas y el cobro de la Comisión Ecualizadora y Contragarantías
- Tal y como se establece en el Acuerdo de Capitalización, la transferencia de préstamos entre ELA y ENI es una condición precedente para que el acuerdo entre en vigencia. A pesar de que el acuerdo no define la transferencia de los préstamos como una obligación para todas las Partes, sí es claro que ésta transferencia es una condición crítica y necesaria para que las Partes cumplan con sus otras obligaciones, incluidas las pesificaciones, condonaciones y capitalizaciones. El acuerdo no será efectivo hasta que sea aceptado por todas las Partes, y Enersis no aceptará la Oferta hasta que la Operación Propuesta cuente con la aprobación de la Junta Extraordinaria de Accionistas y los préstamos transferidos de ELA a ENI. Por lo tanto, antes de que el Acuerdo de Capitalización se ejecute, ENI y ELA deber llegar a un acuerdo independiente para que se transfieran los créditos.
- Enersis negociará el precio y las condiciones con ELA para adquirir el Paquete de Deuda, lo que luego será sujeto de aprobación en Junta Extraordinaria de Accionistas de Enersis.

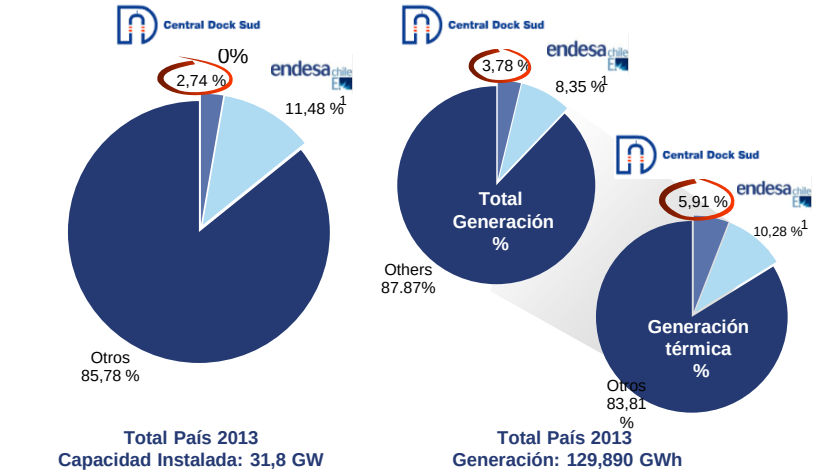
SECCIÓN 3

Consideraciones sobre Central Dock Sud S.A.

Central Dock Sud

- La demanda de electricidad anual en el mercado eléctrico mayorista argentino creció a una tasa anual compuesta del 3,39% durante el período 2009-2013.
- La capacidad instalada de Central Dock Sud representa un 2,74% de la capacidad total de Argentina, y representó ~ 3,78% de la generación de energía total del país en 2013, lo que representa ~ 5,91% del total térmico.
  - En 2013, CDS presentó un factor de carga del 71 % para la planta de ciclo combinado y del 11% para sus turbinas de gas.
  - Las plantas de generación de energía de CDS tuvieron una disponibilidad del 90,5%, la cuarta más alta disponibilidad en el sistema de generación de energía de Argentina.
- VOSA es un proyecto que comprende el desarrollo de una central térmica de ciclo combinado que se considera altamente comparable a CDS.
  - VOSA tendrá una capacidad instalada de 850 MW, con una inversión total de USD 700 mm.

Relevancia de CDS en el Sistema Argentino de Generación Eléctrica



Total País 2013
Capacidad Instalada: 31,8 GW

Total País 2013
Generación: 129,890 GWh

Generación de Flujos de Caja de CDS y Capitalización de PAE

En 2014, los precios de la energía se ajustaron (Res.529) para estabilizar el sector de generación de energía

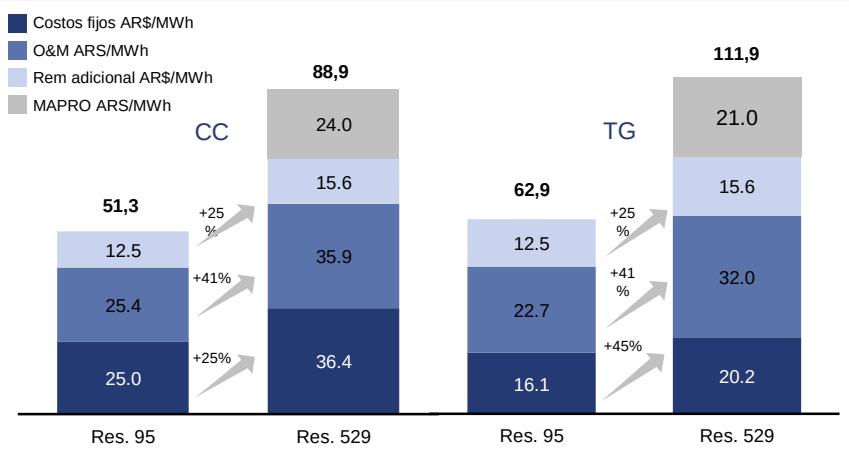
Res 95 - Res. 529

- La migración de Res. 95 a Res. 529 en 2014 implicó un aumento de 73,2% en los precios en un año, mayor que la tasa de inflación de 28% de la Argentina en 2013.
- Bajo la Res. 529 estimamos un EBITDA para CDS de ARS 264 mm en 2014, en línea con las proyecciones de CDS.

Capitalization de PAE

- Dentro de la Operación Propuesta, PAE se ha comprometido con el pago, en efectivo o cuentas por cobrar en gas, de ARS 125 mm por 12.500 mm nuevas acciones de CDS para mantener alrededor del 20% de su participación accionaria en CDS después de la capitalización.

Ajuste de Precios con Res. 529



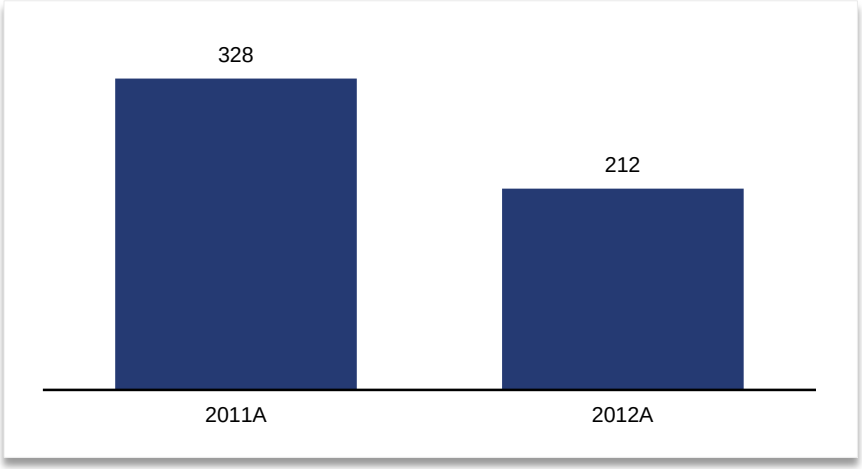
Fuente: Anuario CAMMESA y presentación de la empresa

Nota:

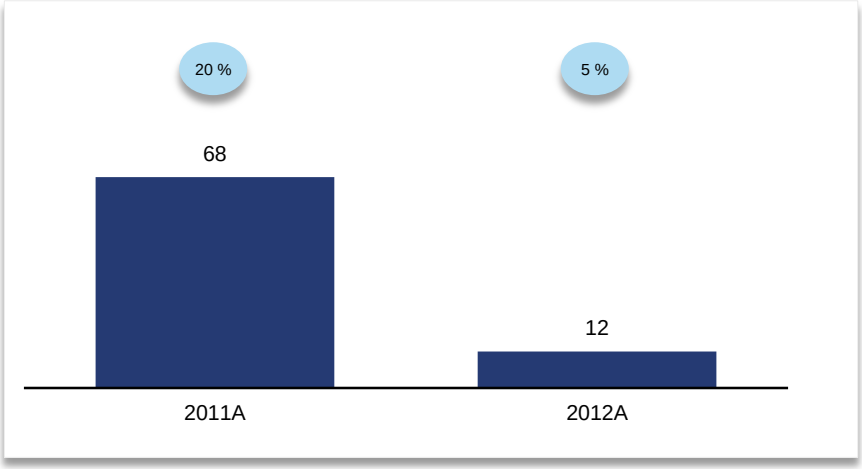
1 Endesa Chile opera en el mercado argentino a través de sus filiales Endesa Costanera e Hidroeléctrica El Chocón, con una capacidad instalada de 3.652 MW (64 % de energía térmica y 36 % de energía hidroeléctrica, respectivamente) y una generación total de 10.840 GWh a partir de diciembre de 2013.

Central Dock Sud - Principales Datos Financieros Históricos

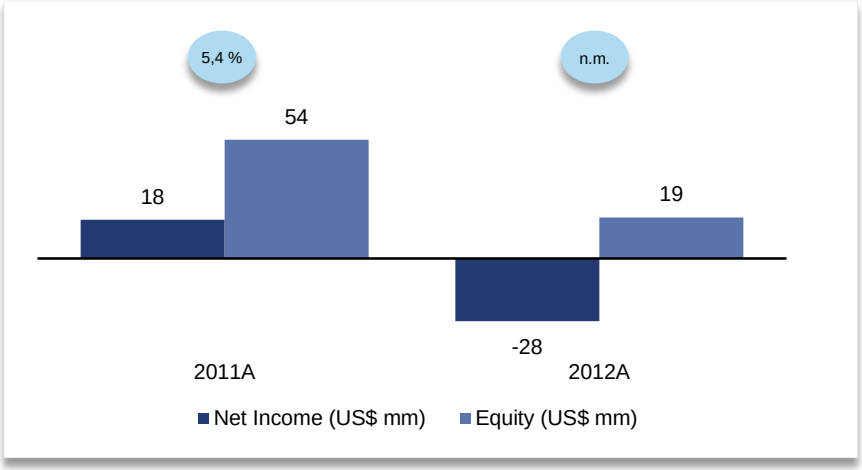
Ingresos (USD mm) [1]



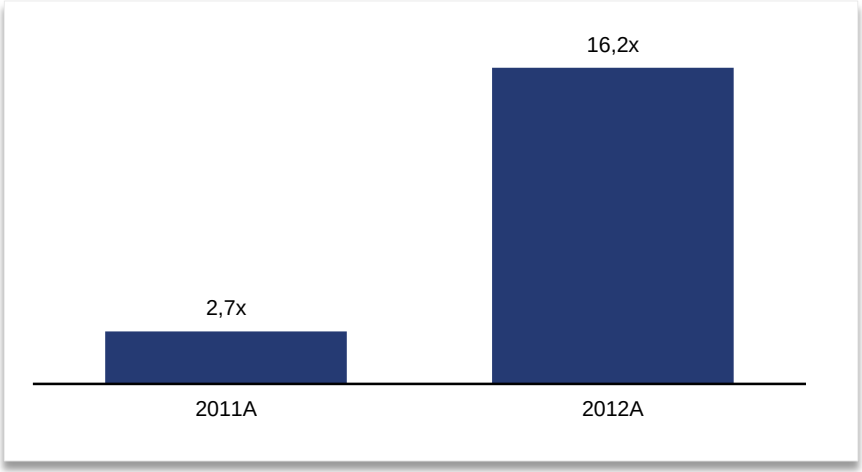
EBITDA (USD mm) [1] y Margen EBITDA (%)



Utilidad neta (USD mm), Parimonio (USD mm) y Margen Neto de Ingresos (%) [1]



Deuda Neta / EBITDA (x)



Fuente: Presentaciones de la compañía, presentaciones y Estados Financieros preliminares para 2013
Nota:
1 Se supone un promedio de tipo de cambio ARS/USD de 4,3 en 2011, 4,9 en 2012 y 6,5 en 2013.

Central Dock Sud - Partidas Seleccionadas del Balance General

Descripción del Activo

CAMMESA	▪ Esta cuenta refleja las cuentas por cobrar que la sociedad tiene con CAMMESA [1]
FONINVEMEM	▪ "Fondo de inversiones necesarias que permitan incrementar la energía eléctrica en el Mercado Eléctrico Mayorista ("MEM")" ▪ Este fondo consta de dos plantas de ciclo combinado de 850 MW cada una (Belgrano CTMB y San Martín CTSM) que iniciaron sus operaciones en 2010 ▪ CDS está recibiendo su inversión en el proyecto más una tasa libor + 1 % de interés por un período de diez años. La participación de CDS es del 0,7%
VOSA	▪ VOSA representa el proyecto "Central de Vuelta de Obligado", una planta de ciclo combinado de 850 MW que comenzará a operar en 2014/2015. ▪ CDS recibirá su inversión en el proyecto más una tasa libor +5 % de interés por un período de diez años. La participación final de CDS es del 3,3%
Resolución 724/08	▪ Préstamo obtenido para reparar TG7 y TG8
Fondos Adicionales	▪ Fondos, además de VOSA y FONINVEMEM, sin asignación de un proyecto actual por el Gobierno Argentino.

Descripción del Pasivo [2]

Cuentas por Pagar	▪ Corresponde a la deuda comercial a corto plazo con partes relacionadas, cuentas por pagar relacionadas con el transporte y distribución de combustible y otros gastos de mantenimiento.
El Préstamo Sindicado Senior	▪ Corresponde a un préstamo de capital por USD 90,7 mm con Endesa Latinoamérica S.A. e YPF International S.A. • ELA tiene USD 51,8 mm • YPF tiene USD 38,9 mm
El Préstamo de los Accionistas	▪ Corresponde a un préstamo de capital por 34,0 mm con Endesa Latinoamérica S.A., YPF Internacional S.A. y Pan American Energy Ibérica. • ELA tiene USD 13,6 mm • YPF tiene USD 13,6 mm • PAE tiene USD 6,8 mm
Préstamo Subordinado	▪ Corresponde a un préstamo de capital por USD 3,9 mm con Inversora Dock Sud S.A.
Pasivos diferidos por impuestos	▪ Corresponde al IVA y al impuesto diferido a las ganancias.
Diferencial de Rescate	▪ Corresponde al valor al que se valoriza el diferencial de las acciones preferentes. • IDS tiene USD 26,7 mm

Fuente: Presentaciones de la empresa
Observaciones:
1. CAMMESA es el administrador del mercado eléctrico mayorista argentino.
2. No se supone la existencia de pasivos contingentes ambientales.

Descripción de la deuda en circulación de Central Dock Sud

Descripción del pasivo de CDS al mes de Junio de 2014

Paquete de Deuda

Tipo de Deuda	Capitall	Intereses Vencidos	Acreedores	Principales Características
Préstamo Sindicado Senior	USD 90.704.696	USD 60.178.893[1]	• Endesa Latinoamérica S.A.[3] • YPF Internacional SA[4]	• Originalmente ejecutado en 1999 y modificado en 2001, para incluir al Banco Europeo de Inversiones como beneficiario de la garantía[5]. • Jerarquía preferencial. • Las sumas bajo el Préstamo Sindicado Senior están garantizadas por una hipoteca y prenda sobre el terreno y la planta de generación, una cesión fiduciaria sobre contratos materiales, una cesión fiduciaria de créditos contra CAMMESA, y una prenda sobre las acciones de IDS, YPF y PAE en CDS. • Denominado y pagadero en dólares Estadounidenses. • Ley y jurisdicción en Nueva York.
El Préstamo de los Accionistas	USD 34 millones	USD 12.655.061[2]	• Endesa Latinoamérica S.A.[3] • YPF Internacional S.A. • Pan American Energy Iberica, SL[6]	• Originalmente ejecutado en 2007. • Aunque se acordó que la fecha de pago del capital es posterior al pago del Préstamo Sindicado Senior, es de mayor jerarquía. • Denominado y pagadero en dólares Estadounidenses. • Ley y jurisdicción Argentina.
Préstamo Subordinado	USD 3.910.637	-	• Inversora Dock Sud S.A.	• Originalmente ejecutado en 2001 y con sujeción a la pesificación del endeudamiento en 2002 (y modificado para reflejar dicho cambio en el año 2003). En 2004, el saldo pendiente se reconvirtió al dólar Estadounidense. • Subordinada en clasificación al Préstamo Sindicado Senior. • Denominado y pagaderos en dólares estadounidenses o su equivalente en pesos. • Sin garantía. • Ley y jurisdicción Argentina.
Diferencial de Rescate[7]	-	USD 24.900.000	• Inversora Dock Sud S.A.	• Suscripción total de 73.151.883 acciones preferentes a un valor nominal de ARS 0,01 por acción. • Las acciones preferentes no tienen derecho a voto, excepto cuando CDS no está en cumplimiento de todos los términos y condiciones de las acciones. • CDS podrá rescatar acciones preferentes por el total de los fondos de libre disposición de la sociedad bajo todas las condiciones del acuerdo de financiación firmado por la compañía.

Fuente: Información de la compañía

Nota:

1. Incluye USD 30.069.788 de los intereses sobre el capital, USD 16.410.367 de los intereses por mora y USD 13.698.738 de comisiones
2. Incluye USD 10.474.304 de intereses y USD 2.180.757 de intereses por mora.
3. Anteriormente denominada Endesa Internacional S.A.
4. Repsol International Finance BV cedió su participación a YPF Internacional S.A.
5. Endeudamiento con el Banco Europeo de Inversiones, que compartió la garantía con el Préstamo Sindicado Senior y se saldó en 2013.
6. Pan American Energy LLC cedió su participación a Pan American Energy Iberica, SL
7. Considera un tipo de cambio ARS/USD de 8,133 al mes de junio de 2014.

Participación accionaria de ELA por adquirir

Marco Regulatorio y Legal Argentino

Marco Regulatorio y Legal Argentino

2005

- **Acuerdo Foninvemem I**
  - 2 plantas de ciclo combinado de 1.600 MW
  - Privados cobran acreencias
  - Compromiso de las autoridades para readaptar el MEM

2010

- **Acuerdo 2008-2011**
  - Ciclo combinado de 800 MW (proyecto VOSA)
  - Privados cobran acreencias
  - Mayor remuneración para las generadoras térmicas

2013

- **Resolución 95**
  - Nueva remuneración para las generadoras de energía

2014

- **Resolución SE 529**
  - Actualización de tarifas según Res.95 incorporan nuevos conceptos adicionales

Régimen transitorio mientras se implementa Costo Plus

Fideicomisos - FONINVEMEM y VOSA

- Frente a la necesidad de inversiones específicas y la falta de interés privado, la Secretaría de Energía (SENER) promulgó las Resoluciones 712 y 826 de 2004, que crea el FONINVEMEM, el fondo para la inversión necesaria para aumentar la oferta de electricidad en el mercado mayorista . El fondo, que pretendía fomentar la participación de los acreedores del mercado mayorista, invitó a los acreedores, principalmente las empresas de generación, a participar con su crédito en la creación del propio fondo. Una vez que el fondo haya desarrollado el proyecto, y después de 10 años de amortización de capital con un pago de intereses a una tasa de interés definida, la propiedad del fondo se transfiere a sus aportantes sin costo.
- En septiembre de 2003, el Departamento de Energía intervino el mercado de la energía a través de la Resolución SE 406/03 para restringir el cobro de los pagos pendientes de CAMMESA. En cambio, en Julio de 2004 se creó un fondo denominado “Fondo para inversiones necesarias que permitan incrementar la oferta de energía eléctrica en el MEM” (FONINVEMEM)".
  - El FONINVEMEM comprende el desarrollo de dos plantas de Ciclo Combinado (Belgrano CTMB y San Martín CTSM) de 850 MW cada una. Ambos comenzaron sus operaciones en 2010. Este proyecto permite que CDS recupere las cuentas por cobrar de 2004-2007 en 10 años mediante el pago de intereses de Libor +1 %. Durante los primeros 10 años los proyectos son propiedad del fideicomiso y después de ese tiempo la propiedad del proyecto se transfiere sin costo a sus accionistas. Al final de la duración de este fideicomiso, CDS recibirá 0,7% de su propiedad.
- En marzo de 2011, el Ministerio de Energía, a través de la Nota SE 1593/2011, anunció la aprobación de un nuevo proyecto denominado "Central Térmica de Ciclo Combinado Vuelta de Obligado (VOSA)".
  - VOSA comprende el desarrollo de una planta de ciclo combinado con una inversión total de USD 700 mm. CDS recibirá el pago del capital más un interés de Libor +5% durante 10 años. Se espera que las operaciones comiencen en 2014 para el Ciclo Simple y 2015 para el Ciclo Combinado. Al final de la duración de este fideicomiso, CDS recibirá 3,3% de su propiedad.
- Otros proyectos: Una vez que se alcance el financiamiento de cada fideicomiso, un nuevo fideicomiso comenzará a acumular fondos para ser invertidos en un nuevo proyecto.

Fuente: Presentaciones de la compañía

Marco Regulatorio y Legal Argentino (Cont.)

Los generadores de energía y las autoridades gubernamentales están discutiendo la migración a un sistema de tarifas "Costo Plus" aún no aprobado.

Resolución 95/529

Remuneración Total = Costos Fijos + Costos Variables + Remuneración Adicional	
Costos Fijos	▪ Pagos en ARS/ MWhrp sobre la base del cumplimiento de la Meta de Disponibilidad para cada tecnología. – Se considera la disponibilidad promedio de los últimos 3 años para el cálculo. ▪ Turbinas de gas con menos de 50 MW de capacidad instalada. – 70.0ARS/MWhrp ▪ Plantas de ciclo combinado con más de 150 MW de capacidad instalada. – 38.8ARS/MWhrp
Costos Variables	▪ Pagos en ARS/ MWh sobre la base de la energía generada por tipo de tecnología y combustible. ▪ Turbinas de gas con menos de 50 MW de capacidad instalada. – 26,8 ARS/ MWh para combustibles gaseosos, y 46,8 ARS/ MWh para gasoil. ▪ Plantas de ciclo combinado con más de 150 MW de capacidad instalada. – 26,8 ARS/ MWh de combustibles gaseosos, 46,8 ARS/ MWh para gasoil, y 89,2 ARS/ MWh para biodiesel.
Remuneración Adicional	▪ Pagos en ARS/MWh por la energía total generada. – Parte de la remuneración la percibe la compañía, y el resto la retiene CAMMESA para nuevos proyectos. ▪ Turbinas de gas con menos de 50 MW de capacidad instalada. – 10,9 ARS/MWh para la compañía y 4,7 ARS/MWh para CAMMESA. ▪ Plantas de ciclo combinado con más de 150 MW de capacidad instalada. – 9,4 ARS/MWh para la compañía y 6,2 ARS/MWh para CAMMESA.
Mapro	▪ Pagos en ARS/ MWh por la energía total generada y utilizados cuando la sociedad debe realizar mantenimientos mayores.

Programa "Costo Plus"

Remuneración Total = Amortización Regulada + Costos Fijos + Costos Variables + Rentabilidad Tecnológica	
Remuneración Total = KAD * [Reg. depreciación + KE * FC] + VC + Reg. Rentabilidad	
Depreciación Regulada	▪ Depreciación lineal por tipo de tecnología, teniendo en cuenta el valor residual bruto dividido por la vida útil total. ▪ Reconocimiento sobre la base de la meta de disponibilidad.
Costos Fijos (CF)	▪ Pago de costos fijos sobre la base de la meta de disponibilidad y factor de eficiencia de ajuste.
Costos Variables (CV)	▪ Pago del 100 % de los costos variables.
Rentabilidad Regulada	▪ Se considera una tasa de 8,0% sobre el valor residual de los activos y un valor del mejor de la clase por KW instalado.

Kad = Disponibilidad esperada / Meta de disponibilidad

Ke = Factor de Eficiencia de Ajuste por Tecnología

Depreciación Regulada = Valor Residual / Vida Útil * (1 inf. tarifa ajustada) * Kad

Rentabilidad Regulada = Valor Residual / Vida Útil * La vida restante * 8,0% Tasa de Rentabilidad * (1 inf. tarifa ajustada)

Inf. Tarifa Ajustada = La inflación promedio acumulada real / oficial por 2 años

Fuente: Presentaciones de la compañía

YPF y PAE son referentes del mercado energético argentino

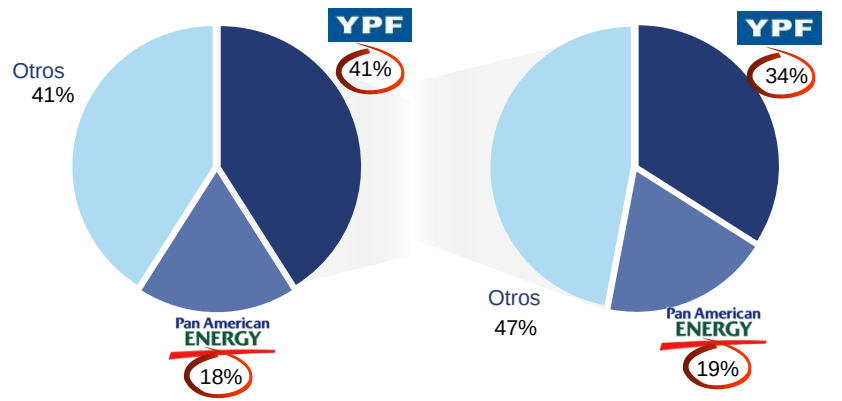
YPF - Referente de la industria del Petróleo y Gas en la Argentina

- YPF es la compañía de Petróleo y Gas más importante de la Argentina, con posiciones líderes en el mercado del Petróleo y Gas, refinería y comercialización de combustible.
- La compañía representa ~ 37% de la producción total del país:
  - Petróleo crudo: 41% de la participación de mercado (**# 1**)
  - Gas: 34% de la participación de mercado (**# 1**)
- YPF cuenta con 90 concesiones en las cuencas argentinas más productivas, incluyendo la superficie no convencional estratégica de Vaca Muerta, con reservas comprobadas de +1.083 mmboe al mes de Diciembre de 2013.
- La compañía también tiene una posición de mercado líder en la industria de la refinería y comercialización de combustible con más del 50% de la capacidad de refinería total de la Argentina, y el 56,5% del mercado de las estaciones de servicio con más de 1.542 unidades.
- La compañía cotiza en las Bolsas de Valores de Buenos Aires y de Nueva York, con una capitalización bursátil de USD 13.105 mm al mes de Agosto de 2014.
- Datos financieros de los últimos 12 meses, segundo trimestre de 2014:
  - Ventas: USD 14.203 mm
  - EBITDA: USD 3.756 mm
  - Utilidad neta: USD 952 mm

Pan American Energy - Mayor actor privado de E&P[1] en la Argentina

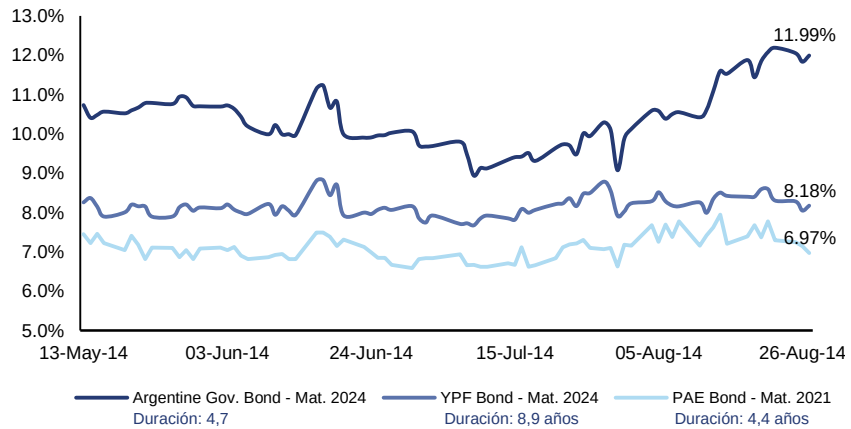
- Pan American Energy es la mayor empresa privada de E&P, y el segundo actor más importante de E&P en la Argentina, con una participación de mercado del 17% de la producción total del país:
  - Petróleo crudo: 18% de la participación de mercado (**# 2**)
  - Gas: 19% de la participación de mercado (**# 2**)
- Aunque Pan American se centra principalmente en la industria de E&P, también tiene participaciones en sociedades generadoras de electricidad y de ductos de petróleo y gas.
- La sociedad opera en Argentina, Bolivia, Chile, Brasil y Perú; siendo Argentina y Bolivia los mercados más importantes.
- PAE ha informado reservas totales comprobadas de 1.247 mmboe al mes de Diciembre de 2012, con una presencia estratégica en las principales cuencas del país.
- La sociedad está controlada en un 50% por Bridas y un 50% por British Petroleum.
- Datos financieros de los últimos 12 meses, segundo trimestre de 2014:
  - Ventas: USD 2.637 mm
  - EBITDA: USD 1.444 mm
  - Utilidad neta: USD 439 mm

Participación de Mercado de Producción de Crudo y Gas (%)



Producción total de petróleo 2013: 205 mm bbl **Producción total de gas 2013: 261 mm bbl**

Rendimiento (%)



Fuente: Presentaciones de la compañía, IAPG, Bloomberg y Capital IQ al 23 de agosto de 2014
Nota:
1 E&P significa Exploración y Producción

SECCIÓN 4

Análisis Realizado

enersis

SECCIÓN 4A

Análisis de Valuación
Central Dock Sud

Itaú BBA

Metodologías de valuación

	Metodología	Consideraciones	Metodologías de Valuación
1	**Valorización por DCF**	▪ Objetivo: proporcionar una "valuación teórica razonable". ▪ Captura características únicas de los activos y sus principales impulsores de valor.	▪ DCF en base consolidada.
2	**Múltiplos de Transacción de Compañías Comparables**	▪ "Valuación del mercado público" ▪ Valoriza una compañía sobre la base de múltiplos a los que transan públicamente las compañías comparables. – Valor de la compañía sobre la base de múltiplos esperados de las operaciones de sociedades comparables. – La selección de los múltiplos debería centrarse en las métricas clave de la industria y considerar, entre otros, el crecimiento y la similitud del modelo de negocio / tamaño. – Los riesgos inherentes a las condiciones de ubicación, tamaño y operación de la compañía.	▪ EV / EBITDA 2014E ▪ EV / EBITDA 2015E
3	**Transacciones Precedentes**	▪ Las transacciones precedentes capturan los múltiplos pagados en las operaciones comparables pertinentes y recientes. ▪ El análisis considera las transacciones en LatAm.	▪ EV / LTM EBITDA
4	**Valorizaciones Independientes**	▪ Valorización de Central Dock Sud en el informe de valoración previa para Enersis y la valorización implícita de PAE en la capitalización prevista de CDS.	▪ N.A.

Fuente: Itaú BBA

1 Supuestos de proyección de flujo de caja

Elemento	Descripción
Escenario Base RES.95 / 529 Costo Plus	▸ Para la valorización por DCF se consideraron dos escenarios: – Actual Escenario de comparación del Caso Base en el que CDS opera bajo la Resolución 95/529. – Régimen Costo Plus a partir de 2016.
Proyecciones	▪ Proyecciones basadas en el presupuesto de CDS ajustadas por Itaú BBA de Banco Itaú Chile. ▪ Se asume a partir del 30 de Junio de 2014, lo que representa un plazo de 9,5 años desde Julio de 2014 hasta Diciembre de 2023. ▪ La valorización se realiza en USD nominales.
Foninvemem y VOSA	▸ Foninvemem termina en 2020 y considera un pago de interés anual de Libor + 1%. ▸ VOSA termina en el 2023 y considera un pago de interés anual de Libor + 5%. ▸ Después de VOSA, hay un tercer fideicomiso modelado para desarrollar un proyecto cuyas operaciones comienzan en el año 2019 con el pago de una tasa de interés de Libor + 5%. ▸ Después, se considera que la remuneración por el fideicomiso se percibirá en efectivo.
Proyecciones de Moneda e Inflación	▸ Las tasas de inflación y el tipo de cambio utilizados se calcularon para mantener la Paridad del Poder Adquisitivo entre Argentina y los EE.UU. sobre la base de proyecciones del Departamento de Macroeconomía del Banco Itaú.
Valor Perpetuidad	▸ Se considera una tasa de crecimiento del 2 % a perpetuidad, de acuerdo con la inflación prevista. ▸ El último flujo de caja se ajustó con el fin de reflejar una situación a largo plazo razonablemente estable.

Fuente: Itaú BBA

1 Supuestos Tarifarios

Resolución 95/529

	Descripción	Supuestos de Itaú BBA
Remuneración Gx = Costos fijos	Los costos fijos son registrados de acuerdo a la disponibilidad de los generadores de energía de la compañía sobre el promedio de disponibilidad de los 3 últimos años para cada tecnología.	Las proyecciones de costos fijos se basan en una tarifa implícita de 2014 en USD, ajustada por la inflación de Estados Unidos y por un tipo de cambio promedio anual basado en proyecciones internas del Departamento de Macroeconomía de Banco Itaú.
+ Costos variables	Los costos variables se registran sobre la base de la generación de energía de la compañía por tipo de combustible.	Los costos variables se proyectan de acuerdo con la proyección del presupuesto de la compañía.
+ Remuneración adicional	Remuneración basada en la generación de energía total de la compañía. Parte de la remuneración se paga en efectivo, y el resto se utiliza para el financiamiento de nuevos proyectos por parte del Gobierno. Tras la finalización del proyecto, el Gobierno paga el capital total más intereses durante un período de aproximadamente 10 años.	Las proyecciones de remuneración adicional se basan en una tarifa implícita de 2014 en USD, ajustada por la inflación de Estados Unidos y por un tipo de cambio promedio anual basado en proyecciones internas del Departamento de Macroeconomía de Banco Itaú.
+ Mapro	Remuneración para los principales programas de mantenimiento de la compañía.	Las tarifas de mantenimiento mayor ("Mapro") se proyectan en función de la relación remuneración 2014E CAPEX / Mapro constante de la compañía durante el período de análisis.

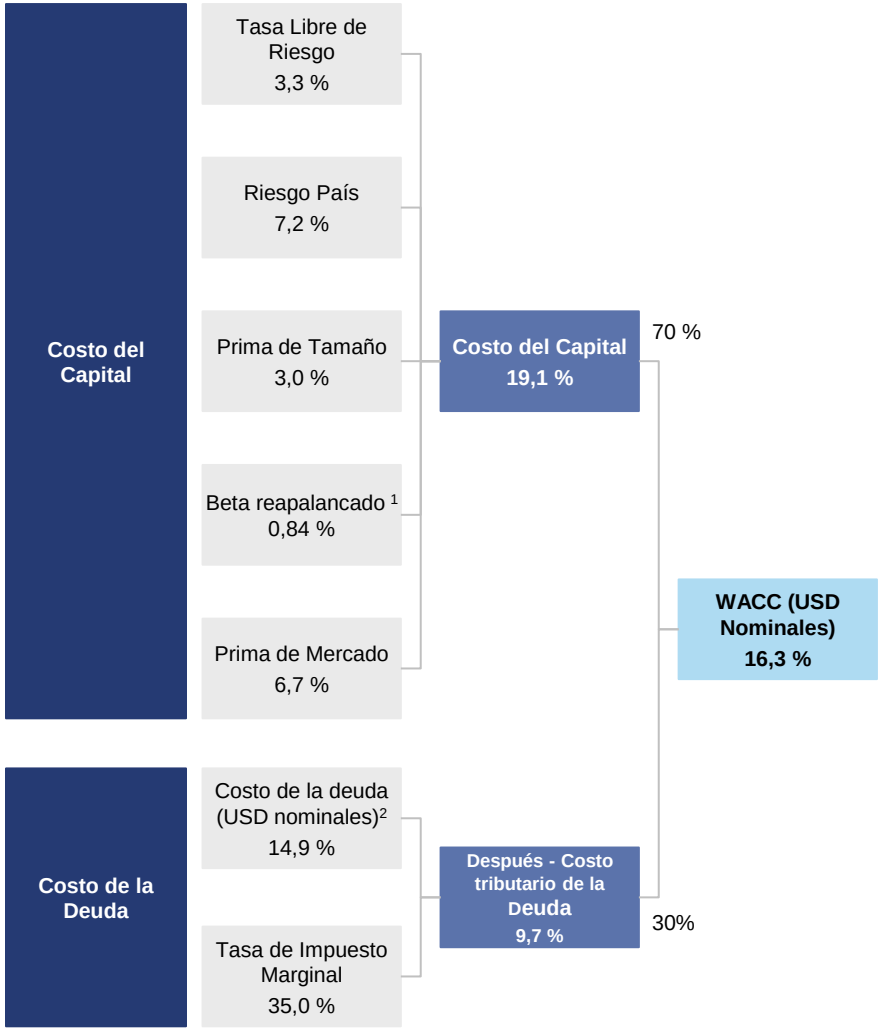
Costo Plus

	Descripción / Supuestos
Remuneración Gx = Amortización regulada	Remuneración registrada de acuerdo con la meta de disponibilidad y la amortización lineal considerando el Valor Neto de Reposición dividido por la vida útil del activo.
+ Costos fijos	Los costos fijos se reconocen de acuerdo con una meta de disponibilidad y un factor de eficiencia de ajuste.
+ Costos variables	Se registra el 100 % de los costos variables.
+ Rentabilidad por tecnología	8% antes de impuestos, considerando una base de activos no amortizados y el valor de mejor de su clase por KW instalado.

Fuente: Itaú BBA

1 Análisis de la Tasa de Descuento

Componente	Descripción
Tasa Libre de Riesgo	▪ Basada en el retorno promedio de los últimos 90 días del Tesoro de EE.UU. a 30 años.
Prima de Riesgo País	▪ Refleja el riesgo de invertir en la Argentina, que se mide usando EMBI+ riesgo mas un spread sobre los Bonos del Tesoro de EE. UU. (i.e, *G-Spread*) ▪ Basado en el promedio de los últimos 90 días de EMBI+Argentina.
Prima de Iliquidez /Ttamaño	▪ Dado el tamaño relativamente pequeño / falta de liquidez de los activos, los inversores deberían requerir un retorno adicional. Sobre la base de la evidencia empírica recogida por Ibbotson Associates, esta prima podría ir del 2 % al 4 %.
Beta reapalancada de la industria	▪ El promedio de beta de los principales comparables de CDS , reapalancada a una estructura de capital objetivo para la compañía.
Prima de Riesgo de Mercado	▪ Retorno promedio del índice S&P sobre la tasa libre de riesgo en los EE. UU. de 6,7 %, calculado por Ibbotson Associates.
Costo de la Deuda	▪ Sobre la base de la deuda pública de compañías con una situación financiera en dificultades similares.
Tasa de Impuesto Marginal	▪ La tasa de impuesto marginal en Argentina es del 35 % sobre EBT o el 1 % de los activos totales, el que sea mayor.



Fuente: Bloomberg y Capital IQ al 4 de septiembre de 2014.

Nota:

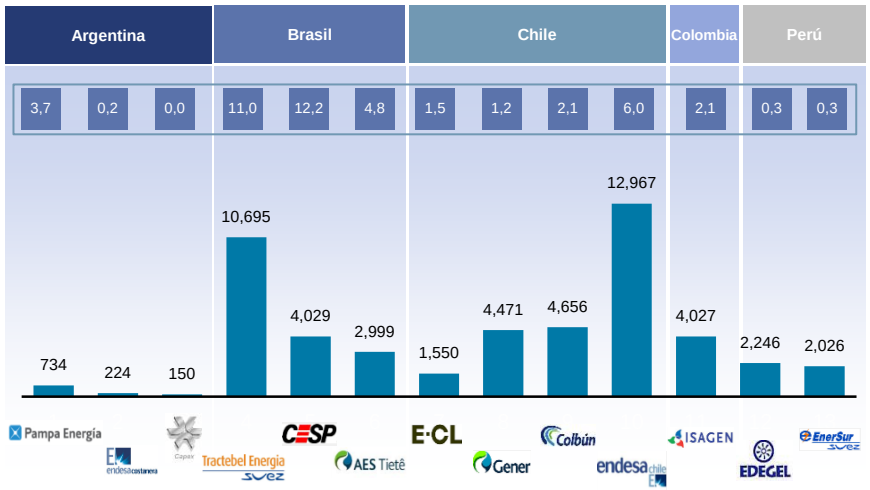
1 Sobre la base de las siguientes sociedades con operaciones comparables: Pampa energy, Tractebel, Cesp, AES Tiete, E-CL, AES Gener, Colbun, Endesa, Isagen, Edegel y Enersur

2 Promedio de CAPEX, retornos de los bonos internacionales de Edenor y Transener con vencimiento en 2018, 2022 y 2021, respectivamente.

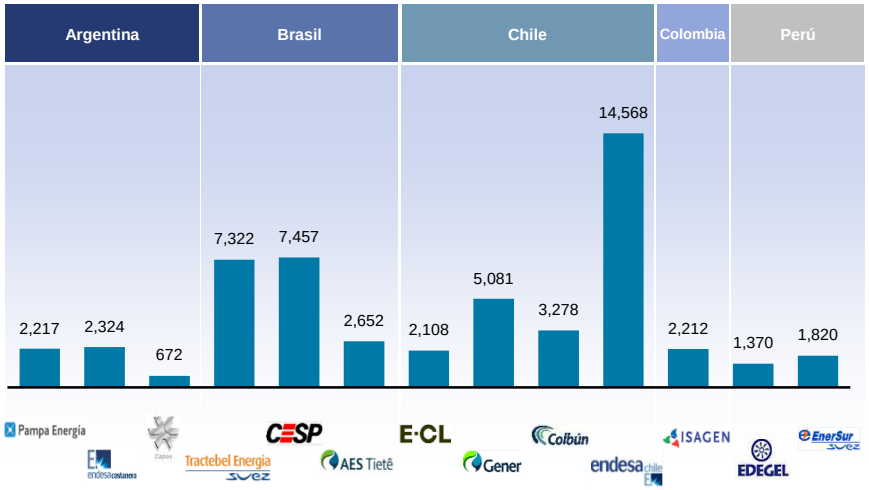
3 Se considera el promedio de la relación de deuda-capital de las siguientes sociedades comerciales: Pampa energy, Tractebel, Cesp, AES Tiete, E-CL, AES Gener, Colbun, Endesa, Isagen, Edegel y Enersur

2 Análisis de Compañías Comparables

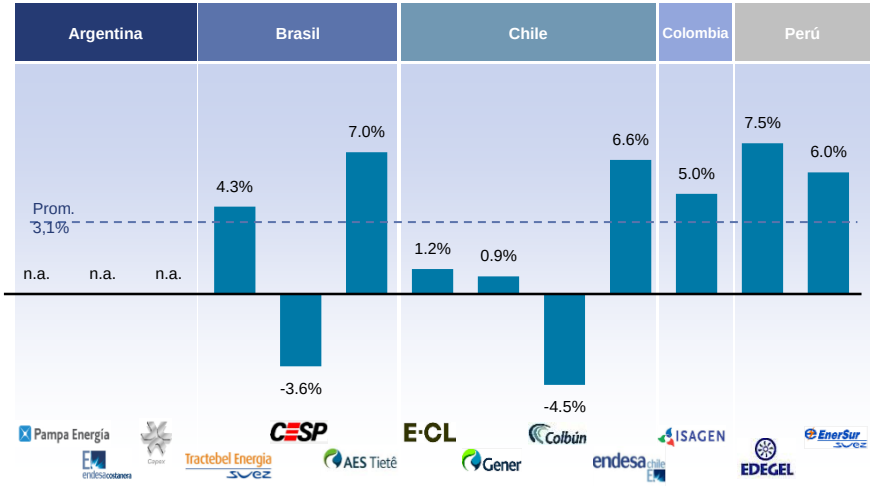
Capitalización Bursátil (USD mm) y Liquidez (USD mm)



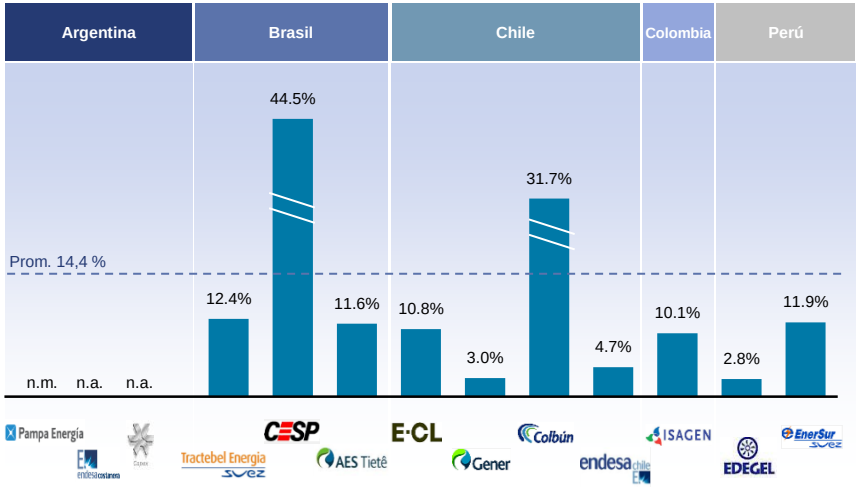
Capacidad Instalada (MW)[1]



TCCA de los Ingresos 13-15 (%)



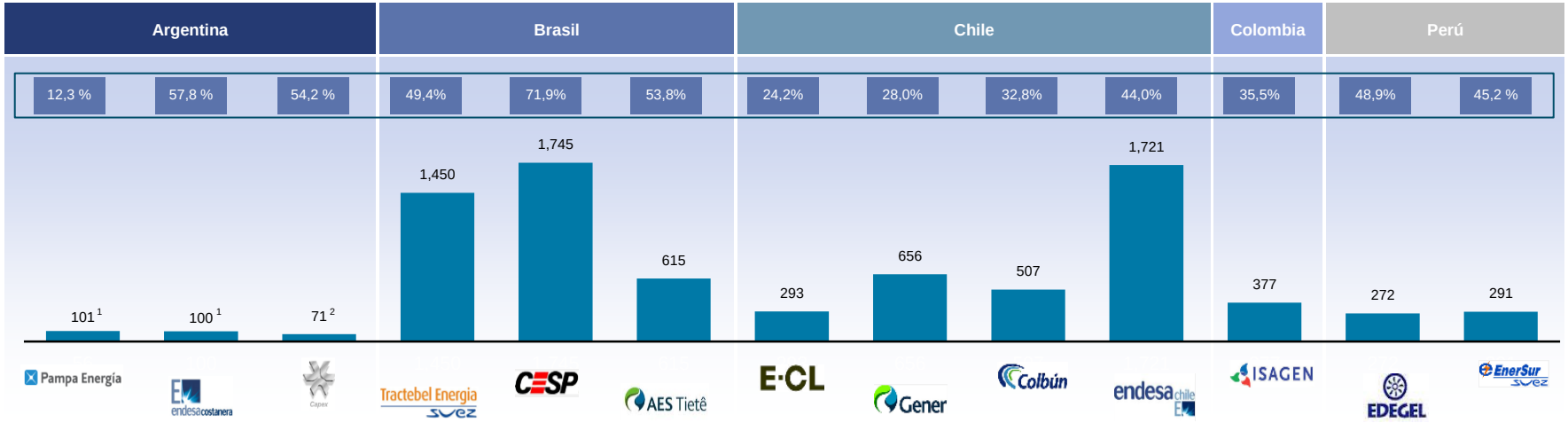
TCCA de EBITDA 13-15 (%)



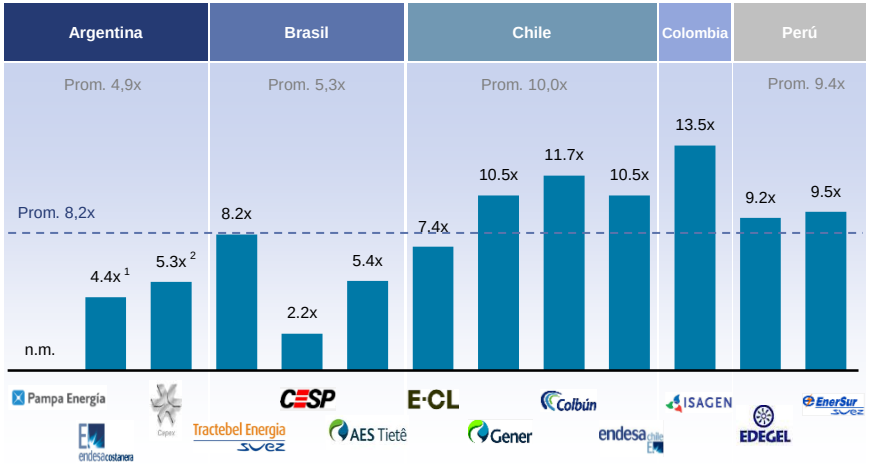
Fuente: Presentaciones de la compañía, Bloomberg y Capital IQ al 4 de septiembre de 2014.
Nota:
1 Sobre la base de las presentaciones de la compañíaal segundo trimester de 2014

2 Análisis de Compañías Comparables (Cont.)

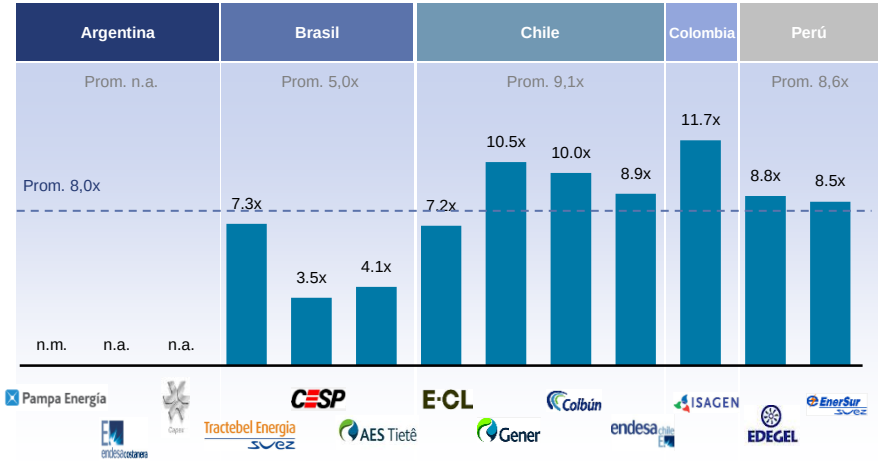
2014E EBITDA (USD mm) y Margen EBITDA (%)



EV / EBITDA 14E



EV / EBITDA 15E



Fuente: Bloomberg y Capital IQ al 3 de septiembre de 2014
Nota:
1 A los últimos 12 meses, segundo trimester de 2014
2 A los últimos 12 meses, primer trimester de 2014

2 Evaluación de los Factores de Riesgo

Consideraciones de los Factores de Riesgo de Central Dock Sud

- La valorización por múltiplos de comparables de Central Dock Sud se debe ajustar por factores de riesgo inherentes a su perfil.
- En consecuencia, los múltiplos comparables deben ajustarse para los factores de riesgo.
  - El riesgo país de la Argentina relativo al promedio de LatAm es del 5,6 % [1,2]
  - La prima de iliquidez / tamaño se estima en 3,0 % [3]

Ajustes de lo Múltiplos de Comparables

	2014E		2015E	
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
Múltipls del Mercado - EV / EBITDA	8,0x	9,0x	7,0x	8,0x
Retornos Implícitos	12,5 %	11,1 %	14,3%	12,5%
Ajuste por Riesgo País	5,6 %[1,2]	5,6 %[1,2]	5.6 %[1,2]	5.6 %[1,2]
Descuento por iliquidez / tamaño	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0%
Retornos Posteriores al Ajuste	21,1 %	19,7%	22,9%	21,1%
Múltiplos EV/ EBITDA Posteriores al Ajuste	4,7x	5,1x	4.4x	4,7x

Fuente: Estudios de Wall Street, Capital IQ, Bloomberg al 4 de septiembre de 2014

Notas:

1 Sobre la base del promedio de EMBI+Argentina de los últimos 90 días de 7,17 % al 4 de de septiembre de 2014.

2 Promedio de EMBI+ de LatAm de los últimos 90 días de 1,57%, incluidos Chile, Brasil, Perú y Colombia al 4 de de septiembre de 2014.

3 Sobre la base de estudios publicados de Ibbotson.

3 Análisis de Transacciones Precedentes

Fecha	País	Adquirente	Meta	Capital accionario adquirido	EV implícito (USD mm)	Capacidad (MW)	Tipo	EV / EBITDA LTM (x)
mar-07	Argentina	Endesa	El Chocón	17 %	356	1.328	Hidro	4,4x
nov-06	Argentina	Inversores	Piedra del Aguila	41 %	349	1.400	Hidro	6,9x
Promedio de Argentina								5,7x
Mediana de Argentina								5,7x
nov-10	Barbados	Emera	Luz y electricidad	62 %	199	239	Térmica	5,0x
may-10	Barbados	Emera	Luz y electricidad	38%	233	239	Térmica	6,8x
Promedio de Barbados								5,9x
Mediana de Barbados								5,9x
jun-13	Brasil	CEMIG	Brasil PCH	49 %	1.248	291	Hidro	10,5x
ago-11	Brasil	SN Power	Desenvix	41 %	1.313	338	Renovable	13,5x
abr-11	Brasil	CPFL	ERSA	64 %	967	648	Renovable	13,7x
mar-10	Brasil	CPFL	Camargo Correa	100 %	9	n.a.	Térmica	9,0x
jul-08	Brasil	Gama	Tractebel	100 %	195	50	Hidro	14,8x
jun-08	Brasil	Vale	Norte Energia	9 %	5.556	11.000	Hidro	13,4x
dic-07	Brasil	Brascan	Itiquira	99 %	290	156	Hidro	12,2x
dic-06	Brasil	Tractebel	Maesoideae	3 %	17	11	Hidro	9,2x
Promedio de Brasil								12,0x
Mediana de Brasil								12,8x
abr-14	Chile	Endesa	Gas Atacama	50 %	753	781	Térmica	3.5x
mar-14	Chile	AES Gener	Guacolda	50 %	1.935	608	Térmica	11,9x
dic-13	Chile	Pilmaiquén	Rucatayo	45 %	266	57	Hidro	6,8x
dic-12	Chile	Duke Energy	CGE (IBENER)	100 %	415	140	Hidro	8,3x
ene-11	Chile	Inversores	E.CL	40 %	2.596	1.749	Térmica	9,9x
jun-09	Chile	CGE	Iberdrola	95 %	297	124	Hidro	9,0x
Promedio de Chile								8,8x
Mediana de Chile								8,7x
jun-10	Colombia	TermoEmcali	FIC	92 %	201	234	Térmica	14,5x
jun-10	Colombia	Tribeca	TEBSA	57 %	244	870	Térmica	9,8x
abr-10	Colombia	Inversores	Isagen	4 %	2.860	2.254	Hidro	10,2x
oct-09	Colombia	Grupo Argos	EPSA	64%	1.768	1.054	Hidro	7,5x
Promedio de Colombia								10,5x
Mediana de Colombia								10,0x
abr-14	Perú	Endesa	Edegel	21 %	1.841	1.540	Hidro / Térmica	6,6x
nov-10	Perú	Inkia	Edegel	6 %	781	1.339	Hidro / Térmica	5,8x
sep-07	Perú	SNP	Electroandes	100%	284	177	Hidro	11,5x
Promedio de Perú								8,0x
Mediana de Perú								6,6x
Promedio LatAm								**8,5x**
Mediana LatAm								**7,6x**
Promedio Hidro								**9,1x**
Mediana Hidro								**9,0x**
Promedio Térmica								**7,8x**
Mediana Térmica								**7,9x**

Fuente: Capital IQ, Bloomberg al 4 de septiembre de 2014

Resultados de la Valorización de CDS

	Consideraciones	Valor de la Empresa (USD mm)
1 DCF	▪ Escenario 1 @ Resolución 529 a perpetuidad – Tasa de descuento de 15,0 % – Tasa de descuento de 17,0%	53 / 1.6x / 2.1x — 66 / 1.9x / 2.6x
	▪ Escenario 2 @ Costo Plus en 2016 – Tasa de descuento de 15,0 % – Tasa de descuento de 17,0 %	142 / 4.1x / 5.6x — 166 / 4.8x / 6.6x
2 Múltiplos de Transacción de Compañías Comparables	▪ EV / EBITDA 14E @ EBITDA14E de USD 34,3 mm [1] – 4,5x – 5,5x	154 / 4.5x / 6.1x — 189 / 5.5x / 7.4x
	▪ EV / EBITDA 15E @ EBITDA15E de USD 28,7 mm [2] – 4,0x – 5,0x	101 / 3.0x / 4.0x — 127 / 3.7x / 5.0x
3 Transacciones Precedentes	▪ EV / EBITDA 14E @ LTM 3 trimestre 14 EBITDA de USD 24,8 mm [3] – 4,5x – 5,5x	112 / 3.3x / 4.4x — 136 / 4.0x / 5.4x
4 Valorizaciones Independientes	▪ Valorización independiente de Walker[4] y EV implícito de CDS en la capitalización de PAE [5]	58 / 1.7x / 2.3x — 126 / 3.7x / 5.0x

EV/EBITDA implícito 14E (x) EV/EBITDA implícito 15E (x)

Fuente: Estimaciones de Itaú BBA, Bloomberg, Capital IQ y presentaciones de la compañía al mes de septiembre de 2014.

Notas:

1. Se considera un EBITDA 2014E de ARS 264 mm, y un tipo de cambio USD/ARS promedio de 7,7 para 2014 de acuerdo a estimaciones de Itaú.
2. Se considera un EBITDA 2015E de ARS 254 mm, y un tipo de cambio USD/ARS promedio de 10,0 para 2015 de acuerdo a estimaciones de Itaú.
3. Se considera un EBITDA de 2014 a la fecha de ARS 70 mm, y un EBITDA al cuarto trimestre de 2013 de ARS 23 mm.
4. Sobre la base del informe de valuación independiente de Walker para capitalizaciones anteriores de Enersis en 2012.
5. Sobre la base de las presentaciones de la administración de CDS. Se supone una deuda neta de ARS 37 mm, y un tipo de cambio USD/ARS a fin de año de 8,9.

SECCIÓN 4B

Valorización de los Préstamos de ELA en CDS

Metodologías de Valoración y Resultados

Sobre la base de los análisis realizados creemos que un rango de entre USD 20,1 mm y USD 50,7 mm refleja un rango de valor justo ("*fair value*") del Paquete de Deuda para ser adquirido por Enersis a ELA.

- En el desarrollo del análisis de valuación del Paquete de Deuda que se describe en las próximas páginas, hemos analizado la documentación que evidencia los préstamos, la información financiera histórica de CDS y las proyecciones financieras elaboradas (las "Proyecciones")[1] .
  - Las estimaciones de los futuros ingresos, flujos de caja, inversiones y niveles de deuda se han basado en la información financiera disponible al 30 de Junio de 2014 y en una sesión de preguntas y respuestas con la Dirección.
  - Como resultado de este análisis, hemos adoptado un enfoque conservador para los supuestos operativos con respecto a las tarifas, debido al nivel de incertidumbre del entorno regulatorio, político, jurídico y económico.
  - No obstante, consideramos que CDS sigue siendo un negocio en marcha y que podría implementar con éxito una modificación del perfil de su deuda existente y generar flujos para pagar su deuda.
- Evaluamos el valor razonable[2] de la deuda a través de la simulación y desarrollo de 3 metodologías: (I) el VAN de los flujos de caja disponibles para el servicio de deuda, (ii) el valor en base a la estructura de capital de valor de la firma ("VF") que representa el recupero para los acreedores de la deuda y los accionistas de CDS y (iii) el valor de recupero de un procedimiento de liquidación de CDS.
  - Entendemos que la metodología del VAN es la más adecuada para el propósito del análisis de una empresa en marcha (que creemos es el caso de CDS).

Metodologías de Valoración de la Deuda

1 VAN de los flujos de caja disponibles para el servicio de deuda

- El plan de reestructuración más simple implica esencialmente la extensión o *roll-over* del capital existente de la deuda (que puede o no excluir las comisiones y PDI" del interés devengado[3]). Estimamos que CDS podría resolver sus problemas de deuda, extendiendo los plazos de pago para que coincidan con los flujos de caja. Hemos estimado las tasas de recupero, suponiendo una propuesta de cambio de perfi hipotético/proforma. Las Proyecciones incorporan datos reales específicos de la compañía, así como supuestos de reestructuración variables que ayudan a determinar los flujos de caja nominales totales. Sobre la base de las Proyecciones, y teniendo en cuenta ciertos supuestos de reestructuración -tales como la clasificación de la deuda existente, el tipo de cambio y estimaciones de inflación y los cambios en el esquema del retorno para el sector de la energía- y descontando los flujos resultantes a una tasa de descuento basada en los rendimientos de mercado (la "tasa de descuento"), pudimos determinar el valor justo o valor actual neto implícito de tales flujos de caja (el "VAN"). Utilizamos horizontes de flujo de caja hasta 10 años, con una asignación parcial de los flujos de caja libres a los accionistas de un 25 %. Dicha asignación reconoce cierto retorno para los accionistas como resultado de la experiencia de reestructuración, de conformidad con las reestructuraciones comparables de Latam (la "Asignación de los Accionistas").

2 Recuperación sobre la base de la estructura de capital

- Teniendo en cuenta los rangos de los valores de la firma resultantes de la valuación incluida en la página 34 (el "Valor de la Empresa"), se puede simular la estructura de capital preferente, reconociendo las reclamaciones de los Accionistas (asumiendo el Préstamo de los Accionistas y el Préstamo Subordinado como parte del patrimonio) y teniendo en cuenta la cantidad restante como la magnitud de la deuda de CDS, representada en su totalidad por el Préstamo Senior. Reconocemos que este es un enfoque estático, pero proporciona una prueba acida para el valor de recuperación para los acreedores de la deuda senior.

3 Valor de liquidación

- Del mismo modo, también se evaluó el valor de liquidación hipotética basado en la garantía otorgada para el Préstamo Senior. Debido al carácter público de los servicios públicos, la capacidad de los acreedores para ejecutar la garantía sobre las acciones y/o los activos es un proceso altamente politizado, con tendencia a los retrasos y a los resultados inciertos y, por lo tanto, es el método menos preferido.

Notas
1. Estos modelos están destinados a ser utilizados como una herramienta para analizar los posibles escenarios de servicio / reestructuración de la deuda. No garantizamos que sean completos o precisos, y los resultados tampoco constituyen una recomendación de ningún tipo.
2. En aras de mayor claridad, "valor razonable" podría diferir del precio que pagaría un inversor en el mercado, ya que dicho precio de oferta consideraría un retorno para dicho inversor, por lo que se encontraría en cierto punto de la curva entre el precio de oferta y el precio de venta.
3. Se debe considerar que la inclusión o exclusión de PDI y comisiones variaría entre otros si el adquirente de la deuda es un comprador estratégico (como un fondo de capital privado) o un inversor de renta fija puro.

Supuestos de Proyección de Flujo de Caja

Las Proyecciones se han Elaborado Teniendo en Cuenta un Escenario Base y Alcista

Escenario Base	▪ Res. 95/529 mantenida en el futuro. Precios ajustados cada año.
Escenario Alcista	▪ Costo Plus vigente en 2016. Los precios se ajustan cada año.

Principales Supuestos

Simulación del Escenario de Cambio de Perfil	▪ Considerando un horizonte de 10 años de amortización, los flujos de caja resultantes de cada escenario han sido (i) tomados en su 75%, debido a la sustracción de la Asignación de los Accionistas y (ii) descontados a la tasa de descuento. ▪ El flujo de caja disponible para el servicio de deuda es el motor fundamental para evaluar el valor de recupero, siendo el apalancamiento actual nominal el secundario. ▪ Calculamos que el 75% del flujo de caja previsto para los próximos 10 años (al 31 de Diciembre de 2014) estará dedicado a servicio de deuda. – Esta cifra ha oscilado en reestructuraciones comparables en LatAm, sin embargo, de menos del 25% en algunos casos al 100% en otros. ▪ En general, los accionistas argentinos han sido más proactivos que los accionistas extranjeros en términos de iniciar negociaciones, incluso inyectando capital. ▪ Los supuestos clave que impulsan el modelo incluyen: – El rango de los cupones (10 % -14 %), un horizonte de 10 años de amortización de la deuda y el futuro servicio de deuda utilizando el 75 % del FCF estimado. – Los valores de recuperación se basan en el capital pendiente real (excluidos PDI y comisiones). ▪ Ha habido gran variación en la forma de tratamiento del PDI. Señalamos que hay pocas sociedades que no hayan ofrecido algún tipo de indemnización, sino que por lo general las sociedades han ofrecido a los acreedores entre el 25% y el 100% del PDI; ya sea en forma de efectivo o de capitalización, y esto se incluye en los importes de capital de reestructuración generales[1].
El Cálculo de la Asignación de los Accionistas	▪ Principalmente debido a las dificultades legales para la ejecución de la garantía y sus resultados, la experiencia en LatAm demuestra que el apoyo de los principales accionistas es esencial para el éxito de cualquier operación de reestructuración. ▪ Con el fin de garantizar ese apoyo, es recomendable otorgar a los accionistas cierta rentabilidad durante los años de recuperación, para asegurar su voluntad de continuar la gestión del negocio y cumplir con los acuerdos alcanzados en el proceso de reestructuración.

Nota:
1. Como se mencionó mas arriba, la consideración de los comisiones y PDI como parte del reclamo varía según se trate de un comprador estratégico o de un inversor institucional.

Análisis de la Tasa de Descuento

- Para los efectos de la obtención de la tasa de descuento/retorno comparable, hemos analizado diversas empresas públicas que operan en el mismo sector en Argentina y el rendimiento de mercado para los accionistas argentinos de CDS (como la valorización de sus accionistas)[1]. Dada la particularidad y la situación del Préstamo Senior (sobre todo porque está garantizado), hemos desarrollado un rendimiento "combinado" para obtener un rendimiento teórico razonable. La siguiente tabla resume las principales composiciones y rendimientos:

Emisores Comparables Existentes:

Emisor:	Negocio	Nota	Rendimiento al Vencimiento (YTM)
Capex S.A.	Generadora y distribuidora de electricidad en Argentina, así como productora y vendedora de petróleo, propano, butano y gasolina.	CAPXAR 10.0 18	13,85 %
Edenor S.A.	Distribuidora y vendedora de la electricidad en el norte de Argentina	EDNAR 9.75 22	14,16 %
Cia. de Transporte de Energia Electrica de Alta Tension (Transener)	Propietaria y administradora de la red nacional de transmisión eléctrica de alta tensión de Argentina.	TRANAR 9.75 21	15,14 %
YPF S.A.	Empresa de petróleo y gas totalmente integrada en Argentina.	YPF 8.75 24	7,93 %
Pan American Energy LLC, Sucursal Argentina	Exploradora y productora de petróleo y gas natural en Argentina.	PANAME7.875 21	7,76 %

Fuente: Bloomberg

Empresas Públicas Comparables Existentes

- Después de revisar la información proporcionada arriba, hemos estimado que la tasa de descuento debe estar en el rango de Capex S.A.-dado que dicho emisor participa del mismo negocio que CDS-, YPF S.A. y Pan American Energy LLC, Sucursal Argentina, debido a su participación accionaria en CDS.
- Creemos que los rendimientos de salida razonables son de entre 10% y 14% para una empresa en marcha.
- Aunque hay casos en los que las tasas de descuento podrían ser mayores, creemos que sería razonable que los flujos de caja en un escenario de reestructuración para CDS se descuenten al 12%. Esta tasa de descuento debe considerarse al mismo tiempo como una tasa de cupón hipotética para un instrumento por emitir como consecuencia de la reestructuración[2].
- El endeudamiento con garantía senior requiere diferenciales ajustados (150/250bps) contra el endeudamiento senior no garantizado. Siguiendo este razonamiento, ajustamos el YTM de Capex, Edenor y Transener con el fin de reflejar el beneficio de un menor riesgo debido a la existencia de la garantía (por lo tanto, obtuvimos a una tasa de descuento del 12 %).

Nota:
1. Dado el perfil de los activos y de la industria en la que opera CDS, la muestra de múltiplos comparables es limitada.

2. Como se mencionó, el valor razonable considerado en este ejercicio podría variar con respecto al valor de mercado (que por lo general incluye un rendimiento esperado más alto sobre la inversión).

Análisis de la Liquidación

Clasificación de la Deuda en Circulación Debido a su Prioridad en la Ejecución o los Escenarios de Liquidación

Préstamo Senior	▪ Prioridad para el pago de capital e intereses. ▪ Cuenta con un paquete de garantias tipico de project finance, incluida la prenda de acciones que representan casi el 100 % de CDS.
El Préstamo de los Accionistas	▪ En términos legales, pari passu con el Préstamo Senior. ▪ Sin embargo, los acreedores (accionistas de CDS) han acordado que el pago del capital se posponga hasta el pago del Préstamo Senior, aunque las cuotas de intereses serán pagaderas semestralmente pari passu con el Préstamo Senior. ▪ Cabe señalar que en cualquier caso el aplazamiento del pago de capital no es una subordinación jurídica y, por lo tanto, la deuda se debe considerar legalmente como pari passu con el Préstamo Senior.
El Préstamo Subordinado	▪ Subordinado al Préstamo Senior, en caso de la ocurrencia de cualquier incumplimiento bajo el Préstamo Senior.

La Ley de Concursos y Quiebras de Argentina establece el derecho del acreedor garantizado a presentarse ante el tribunal que administre el procedimiento concursal, solicitando la ejecución de la garantía mediante un proceso separado del procedimiento general que afecte al resto de los activos sujetos al procedimiento de quiebra. Sin embargo, las leyes de insolvencia procuran otorgar herramientas a los tribunales a fin de facilitar la venta de la empresa insolvente como una empresa en marcha (intentando mantener su valor tanto como sea posible).

Conclusiones

- Sobre la base del análisis jurídico de la documentación aportada, hemos establecido que el Préstamo Senior no sólo tiene mayor jerarquía que otras deudas (ya sea por la subordinación contractual o por el aplazamiento de los pagos), sino también es de mayor jerarquía o preferente en relación con cualquier procedimiento de ejecución debido a la garantía existente constituida a favor de los prestadores de Préstamos Senior.
- La participación de Endesa en el Préstamo Senior, por sí sola, representa aproximadamente el 57% del Préstamo Senior pendiente, lo que otorga un sólido poder de negociación y de decisión en la mayoría de las situaciones derivadas del ciclo de vida del Préstamo Senior. Aunque el otro acreedor (YPF) podría tener un poder de veto -sujeto a ciertas interpretaciones-, después de la declaración de falta de pago (lo que ocurrirá, si el 51% del Préstamo Senior no acepta ninguna solicitud de exención a futuro por parte de CDS), la quiebra o liquidación, los montos adeudados bajo el Préstamo Senior se tornan exigibles. Por lo tanto, los acreedores renuentes se ven de alguna manera obligados a ponerse de acuerdo sobre un curso de acción en cuanto a la garantía (dado que la otra parte puede denunciar la existencia de un conflicto de intereses, debido al carácter dual de YPF como acreedor y accionista).
- Por lo tanto, aunque los servicios públicos y sus activos son particularmente sensibles (lo que puede dificultar la ejecución de ciertas garantías, tales como la hipoteca), la ejecución de la prenda sobre las acciones parece ser mucho más factible y puede permitir que los acreedores del Préstamo Senior reciban un reembolso mediante la venta del control de CDS como una empresa en marcha. Sin embargo, cuando se trata de la ejecución de activos localizados en la Argentina, los acreedores también deben evaluar ciertos controles al tipo de cambio, en particular si el acreedor se encuentra en el exterior y solicita el pago en USD en el extranjero[1].
- Teniendo en cuenta lo anterior, y teniendo también en cuenta los retrasos en el procedimiento de ejecución de garantías (con plazos promedio de hasta 2/3 años), se puede estimar el valor de ejecución del Préstamo Senior con ejecución como el valor de la empresa resultante del descuento a una tasa más alta que la Tasa de Descuento -estamos suponiendo que la reestructuración no sea factible- que podría estar alrededor del 19,1% anual.
- En cuanto al Préstamo de los Accionistas, en la mayoría de las circunstancias, los préstamos de esta naturaleza serían considerados estructuralmente subordinados a los acreedores senior garantizados y recibirían un trato menos favorable en un escenario de reestructuración, si hay motivos para asimilar dicha deuda al capital. Básicamente, sólo obtendrían los flujos de caja o el valor residual.

Nota:

1. De acuerdo con las normas del Banco Central de la República Argentina, el vendedor de las acciones sólo tendría derecho a transferir el producto de la ejecución al extranjero si existen pruebas de que la adquisición de acciones que se vendieron fue realizada en USD, liquidada en ARS en el mercado cambiario argentino (las transacciones anteriores al 28 de octubre de 2011 deberían ser exceptuados, aunque podría ser necesaria la autorización del BCRA). Si la ejecucion se realiza entre no residentes, y los fondos no se liquidan en el mercado cambiario argentino, el producto de cualquier venta futura de acciones o reducción de capital no tendrán acceso al mercado cambiario argentino para su transferencia al exterior, sin la autorización previa del Banco Central.

Resumen de los Resultados de la Valuación de la Deuda

Consideraciones	Valor del Paquete de Deuda (USD mm)
1 VAN de los flujos de caja disponibles para el servicio de deuda @ 75 %	12.3 – 50.7
2 Recuperación basada en estructura de capital @ 75 %	25.4 – 65.8
3 Valor de liquidación al año 3 al 19,1 % [1]	20.1 – 52.1

Fuente: Estimaciones de Itaú BBA y presentaciones de la compañía al mes de septiembre de 2014.

1. Se supone que la sociedad se pueda liquidar dentro de los tres años. El rango de valor se calcula como el valor proporcional mediante las valuaciones de punto medio según la Res. 529 y Costo Plus, descontados al Costo del Capital (19,1 %) después de tres años.

Bonos Corporativos Argentinos

Bonos	Ticker	Precio Actual	Rendimiento	OAS Spd	Z-spd	Spd a vencimiento	Soberano	Duración	Calificación Moody / S&P / Fitch	Importe est. O/S
AEROAR 10.75 20	AEROAR	105,5	9,29	803	782	-728	01-dic-20	2,6	Caa1 / CCC- / N.A.	255
AEROAR 10.75 20 a la oferta	AEROAR	100,0	7,07	686	664	-768	22-dic-15	1,1	Caa1 / CCC- / N.A.	255
ARCO 6.625 23	ARCO	104,5	6,21	395	382	-533	27-sep-23	6,53	Ba2 / N.A. / BBB-	474
ARCO 7.5 19	ARCO	106,7	6,02	436	416	-520	01-oct-19	4,06	WR / N.A. / WD	0
ARCOR 7.25 17	ARCOR	106,3	5	396	374	-1157	09-nov-17	2,76	B2 / N.A. / B	200
Banco Hipotecario 9.75 16	BHIP	101,3	9,73	937	915	-501	27-abr-16	1,42	N.A. / CCC- / NR	225
Banco Macro 8.5 17	BMAAR	99,0	8,81	810	789	-478	01-feb-17	2,1	B2 / N.A. / B	106
Banco Macro 9.75 36	BMAAR	89,7	11,83	931	911	119	18-cic-36	7,68	Caa3 / N.A. / CCC	149
CAPXAR 10.0 18	CAPXAR	89,0	15,11	1399	1375	-146	10-mar-18	2,78	N.A. / CCC- / B-	200
Ciudad de BA 12.5 15	BUEAIR	101,2	10,15	1010	990	-460	06-abr-15	0,51	Caa2 / CCC- / B-	475
Ciudad de BA 9.95 17	BUEAIR	99,8	10,18	945	924	-340	01-mar-17	2,14	Caa2 / CCC- / B-	415
Cordoba 12.375 17	PDCAR	93,5	15,42	1449	1429	-115	17-Aug-17	2,33	Caa2 / CCC- / N.A.	596
EDNAR 9.75 22	EDNAR	71,9	14,81	1277	1264	360	25-oct-22	4,77	Caa3 / N.A. / N.A.	176
GALIAR 11.0 19	GALIAR	99,9	14,23	1284	1260	-235	15-Jan-19	3,28	Caa2 / N.A. / N.A.	218
GALIAR 8.75 18	GALIAR	99,9	8,99	780	756	-758	04-may-18	2,97	Caa1 / CCC- / N.A.	300
GALIAR 9.0 17	GALIAR	99,9	9,19	870	849	-556	28-ene-17	1,23	N.A. / N.A. - B	200
Impsa 10.375 20	IMPSA	19,1	55,17	5373	5356	4159	30-sep-20	1,88	N.A. / CCC- / B+	390
Irsa 11.5 20	IRSAAR	107,7	10,06	831	816	-116	20-jul-20	4,17	N.A. / CCC- / B	150
Irsa 8.5 17	IRSAAR	100,0	8,73	802	781	-486	02-feb-17	2,1	N.A. / CCC- / B	150
MASHER 12.625 21	MASHER	102,0	12,28	1039	1028	107	03-jul-21	4,37	N.A / CCC- / B-e	200
Mendoza 5.5 18	MENDOZ	87,6	12,36	1150	1128	-122	04-sep-18	1,95	Caa2 / CCC- / N.A.	89
Pan Am Energy 7.875 21	PANAME	106,0	6,48	470	454	-474	07-may-21	4,42	B2 / N.A. / B	500
Petrobras 5.875 17	PESAAR	106,7	3,22	237	217	-1335	15-may-17	2,44	Baa1 / BBB / BBB	300
Provincia de BA 10.875 21	BUENOS	87,9	14	1236	1218	279	26-ene-21	3,75	Caa2 / CCC- / N.A.	750
Provincia de BA 11.75 15	BUENOS	96,1	15,68	1554	1531	93	05-oct-15	0,91	Caa2 / CCC- / N.A.	1050
Provincia de BA 9.375 18	BUENOS	86,3	13,88	1259	1234	-270	14-sep-18	3	Caa2 / CCC- / N.A.	475
Provincia de BA 9.625 28	BUENOS	79,4	12,92	1063	1043	138	18-abr-28	6,1	Caa2 / CCC- / N.A.	400
Provincia de Neuquén 7.875	Neuque	99,7	9,05	769	750	-752	26-abr-21	2,69	N.A. / CCC- / N.A.	213
Provincia de Neuquén 8.656	Neuque	101,2	3,44	341	321	-1131	18-oct-14	0,1	N.A. / CCC- / N.A.	19
RAGHSA 8.5 17	RAGHSA	99,0	9,77	921	900	-382	16-feb-17	1,71	Caa1 / N.A. / N.A.	100
TGS 7.875 17	TRAGAS	99,0	8,86	829	808	-589	14-may-17	1,47	Caa1 / CCC- / WD	123
TRANAR 9.75 21	TRANAR	78,2	15,46	1353	1342	425	15-ago-21	4,48	N.A. / CCC- / WD	101
YPF 18	YPFDAR	106,5	7,01	562	538	-956	19-dic-18	3,48	Caa1 / N.A. / B-	587
YPF 24	YPFDAR	104,0	8,06	580	567	-348	04-abr-24	6,19	Caa1 / N.A / B-	1000

Fuente: Itaú BBA y Bloomberg al 10 de septiembre de 2014

SECCIÓN 4C

Impacto en las Utilidades Netas y la Deuda Neta de Enersis

Consideraciones Sobre la Utilidad Neta

Se muestra a continuación el impacto en las utilidades netas de Enersis bajo el supuesto de adquisición del Paquete de Deuda de ELA a USD 35,4 mm (el punto medio de nuestro rango de valuación del Paquete de Deuda):

Impacto sobre utilidades netas de ENI (USD mm) [1,2,3] - Operación Propuesta paso a paso-	Utilidades Netas 14E	Utilidades Netas 15E	Utilidades Netas 16E
Adquisición de la deuda de CDS a ELA por ENI[4]	68,9	n.a.	n.a.
Condonación total de intereses	(9,8)	n.a.	n.a.
De CDS	29,1	n.a.	n.a.
De IDS	(0,0)	n.a.	n.a.
De Enersis	(38,9)	n.a.	n.a.
Condonación total del Diferencial de Rescate	(4,2)	n.a.	n.a.
De CDS	10,0	n.a.	n.a.
De IDS	(14,2)	n.a.	n.a.
Capitalización de la deuda (Incluida la capitalización de PAE)[5]	(2,9)	n.a.	n.a.
De CDS	0,0	n.a.	n.a.
De IDS	0,0	n.a.	n.a.
De Enersis 6	(2,9)	n.a.	n.a.
Impuestos en Argentina sobre el capital suscrito con tenencia en el extranjero[7]	(0,2)	(0,2)	(0,1)
Utilidades netas de Dock Sud Post-Capitalización	n.a.	7,5	7,5
Impacto Total sobre las Utilidades Netas en Enersis	51,8	7,3	7,4

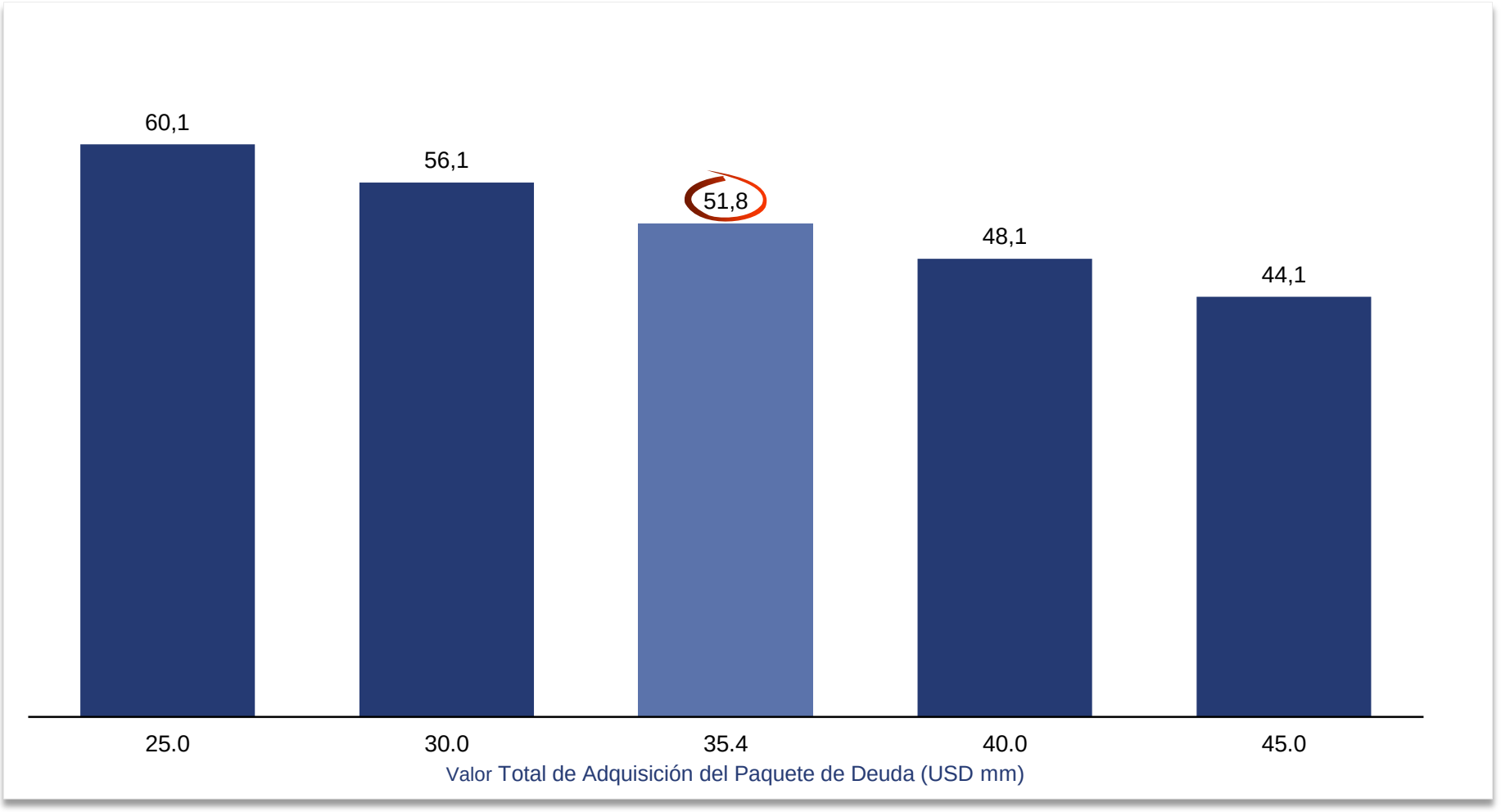
Fuente: Estimaciones de Itaú BBA y presentaciones de la compañía.

Notas:

1 Se supone una participación directa de ENI en IDS del 57,1 %, y una participación indirecta y directa del 40,2 % en CDS post-capitalización.
2 Sobre la base de la deuda pendiente de CDS al mes de junio de 2014
3 Se considera un tipo de cambio ARS/USD promedio de 7,7 en 2014, 10,0 en 2015 y 12,4 en 2016.
4 Se supone un valor total de la deuda de USD 35,4 mm.
5 Se considera la capitalización de PAE de ARS 125 mm según la información de la compañía
6 Se considera la alícuota de Chile de 21 % y un USD / CLP de 585 a finales de año.
7 Se considera 0,5 % sobre el nuevo capital suscripto en poder de Enersis tras las capitalización.

Impacto Neto en las Utilidades Netas de ENI: Sensibilidad

Sensibilidad al Impacto de Utilidad Neta 2014 (USD mm)



Fuente: Estimaciones de Itaú BBA y presentaciones de la compañía al mes de septiembre de 2014.

Consideraciones de Deuda Neta

Se muestra a continuación el impacto sobre la deuda neta consolidada de Enersis bajo el supuesto de adquisición del Paquete de Deuda de ELA a USD 35,4 mm (el punto medio de nuestro rango de valuación del Paquete de Deuda):

Impacto sobre la deuda neta de ENI (USD mm)[1,2,3] - Operación Propuesta paso a paso-	Deuda Neta 14E	Deuda Neta 15E	Deuda Neta 16E
Adquisición de la deuda de ELA en efectivo[1]	35,4	n.a.	n.a.
Consolidación de la deuda de ELA contra CDS[2]	(104,3)	n.a.	n.a.
Condonación de intereses de terceros[3]	(33,9)	n.a.	n.a.
Capitalización de terceros[4]	(63,2)	n.a.	n.a.
Impuestos de capitalización en ENI[5]	2,9	n.a.	n.a.
Impuestos en la Argentina sobre el capital suscripto con tenencia en el extranjero[6]	0,2	0,2	0,2
Efectivo en CDS post-capitalización (incluido el efectivo antes de la cap.) [7]	(23,1)	4,6	0,5
Impacto total sobre las utilidades netas en el (Disminución) / Aumento Consolidado de Enersis	(186,0)	4,8	0,7

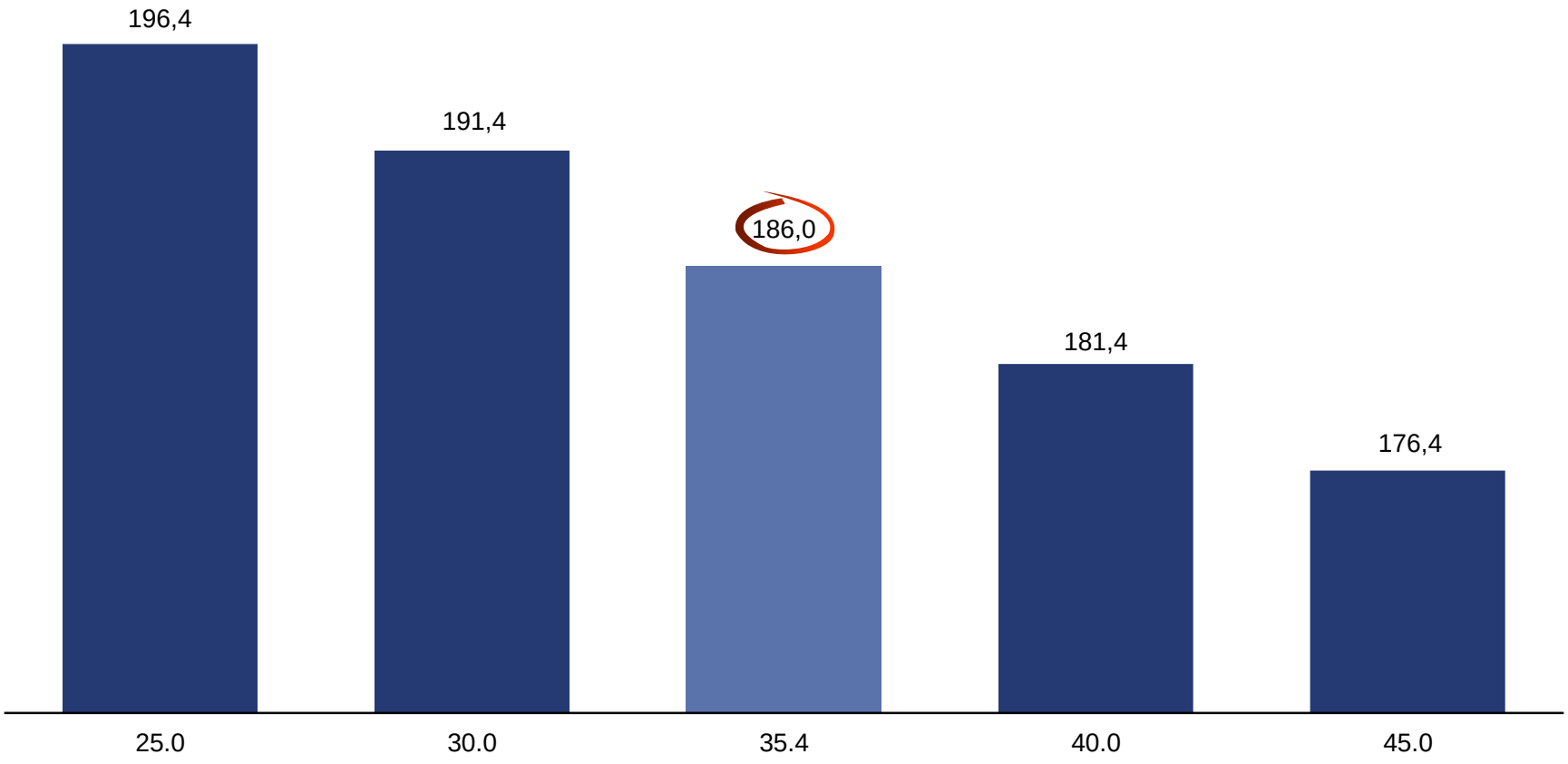
Fuente: Estimaciones de Itaú BBA y presentaciones de la compañía.

Notas:

1 Se toma un punto medio para el valor del Paquete de Deuda de entre USD $ 20,1 mm y USD 50,7 mm.
2 Porción de capital del Préstamo Sindicado y el Préstamo de los Accionistas.
3 Se considera la parte de los intereses de la deuda pendientes a favor de terceros al mes de junio de 2014
4 Se considera la parte del capital de la deuda pendiente a favor de terceros.
5 Se considera la alícuota de Chile de 21 % y un USD / CLP de 585 a finales de año.
6 Se considera 0,5 % sobre el nuevo capital suscripto en poder de Enersis tras la capitalización.
7 Se consideran USD 7,7 mm en la posición de caja más la suma percibida de la capitalización de PAE.

Impacto Neto en las Utilidades Netas Consolidadas de ENI: Sensibilidad

Sensibilidad al Impacto de la Disminución de la Deuda Neta 2014 (USD mm)



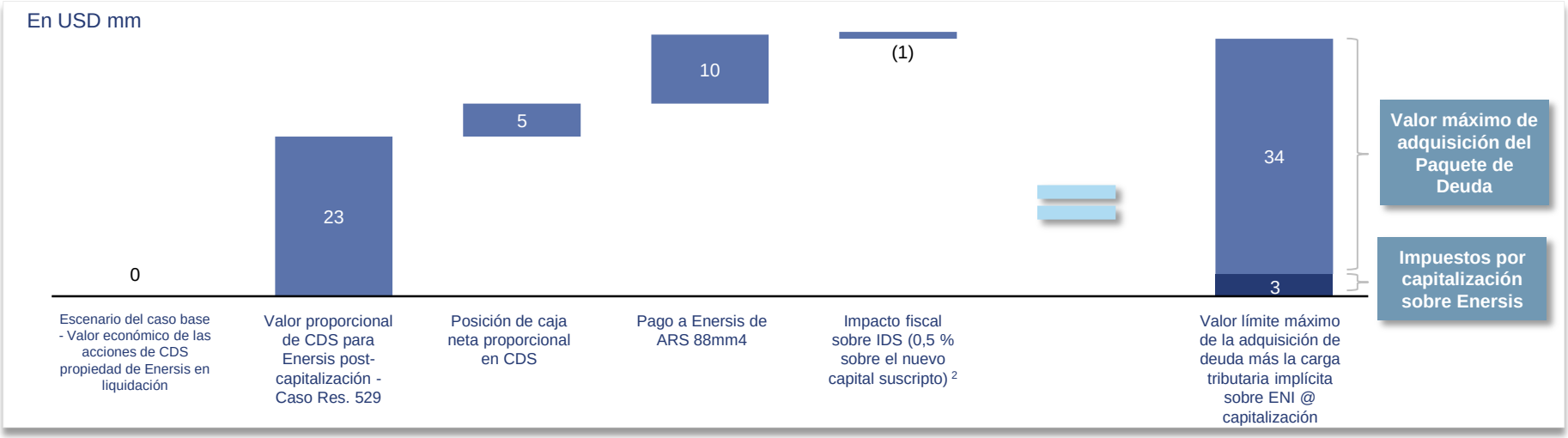
Fuente: Estimaciones de Itaú BBA y presentaciones de la compañía al mes de septiembre de 2014.

SECCIÓN 5

Conclusiones

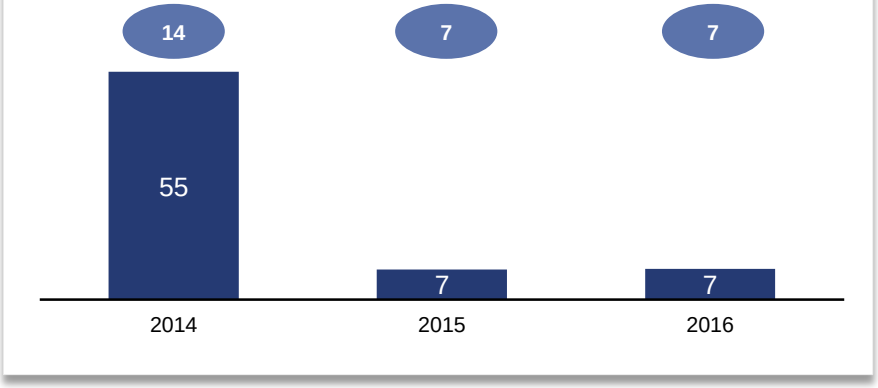
Conclusiones Sobre la Operación Propuesta

La Operación Propuesta, ¿Crea Valor Económico? -Análisis del Valor Actual Neto



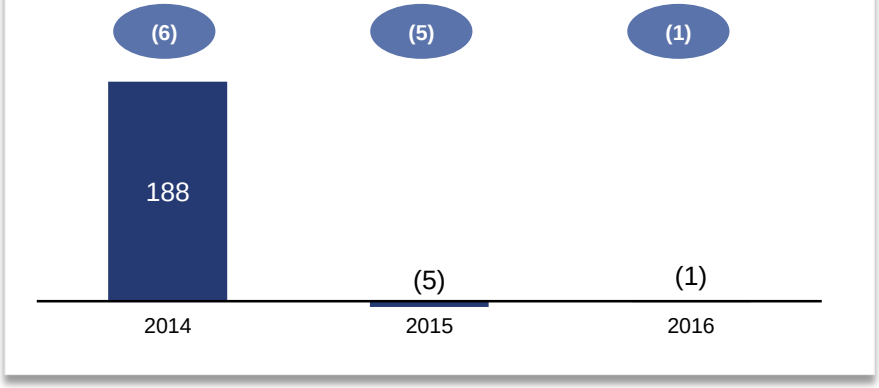
¿Cuál es el Impacto sobre las Utilidades Netas de Enersis y la Disminución de la Deuda Neta Consolidada...?

Ingresos Netos
Escenario post-capitalización (USD mm) - Adquisición del Paquete de Deuda @ Valor máximo (USD 33,8 mm)



Diferencia respecto del escenario del caso base (USD 41 mm para 2014, USD 0 para 2015 y USD 0 para 2016)

Disminución de Deuda Neta Consolidada
Escenario post-capitalización (USD mm) - Adquisición del Paquete de Deuda @ Valor máximo (USD 33,8 mm)



Diferencia respecto del escenario del caso base (USD194 mm para 2014, USD 0 para 2015 y USD 0 para 2016)

Fuente: Estimaciones de Itaú BBA, Bloomberg, Capital IQ y presentaciones de la compañía al mes de septiembre de 2014.
Nota:
1. Según información de la compañía.
2. Impuesto al capital en la Argentina
3. Impuesto chileno sobre Enersis por la operación propuesta, teniendo en cuenta una alícuota del 21 %
4. Si el pago de la deuda por ARS 88 mm a Enersis se repatriara a un tipo de cambio de ARS 13,32/USD, el valor máximo de adquisición del Paquete de Deuda se situaría en USD 30,3 mm.

SECCIÓN 6

Respuestas a las Solicitudes del Director Sr. Rafael Fernández M.

Respuestas a las Solicitudes del Director Sr. Rafael Fernández M.

Han evaluado el Contrato de Suscripción de Acciones en Enersis S.A., suscrito en Marzo 2013, entre ENDESA S.A. y ENERSIS S.A., en relación a:

A La existencia previa de los créditos de Endesa Latinoamérica contra CDS?

Respuesta: La respuesta entregada por Enersis es la siguiente. De acuerdo a lo dispuesto en la sección 6.4 g) del Contrato de Suscripción de Acciones en Enersis S.A., de fecha 21 de marzo de 2013, Endesa S.A. puso a disposición los balances individuales y auditados al día 31 de diciembre de 2011 y los demás estados financieros relacionados a los resultados de las operaciones y flujos efectivos para el año terminado en dicha fecha, junto con las notas efectuadas a tales estados financieros y el informe de los respectivos auditores externos de la sociedad Inversora Dock Sud S.A. Adicionalmente alrededor de la misma fecha y en el contexto de dicha operación, se puso a disposición del perito y los evaluadores independientes los balances individuales auditados al 31 de diciembre 2011 de Central Dock Sud S.A.

En virtud de lo anterior, Enersis certifica que los créditos de Endesa Latinoamericana contra Central Dock Sud se tuvieron a la vista para el Contrato de Suscripción ya que estaban individualizados en los balances y estados financieros de Inversora Dock Sud S.A. anteriormente mencionados.

B La cláusula 6.4.d) del mencionado contrato y la prenda de las acciones de Central Dock Sud, único activo de IDS?

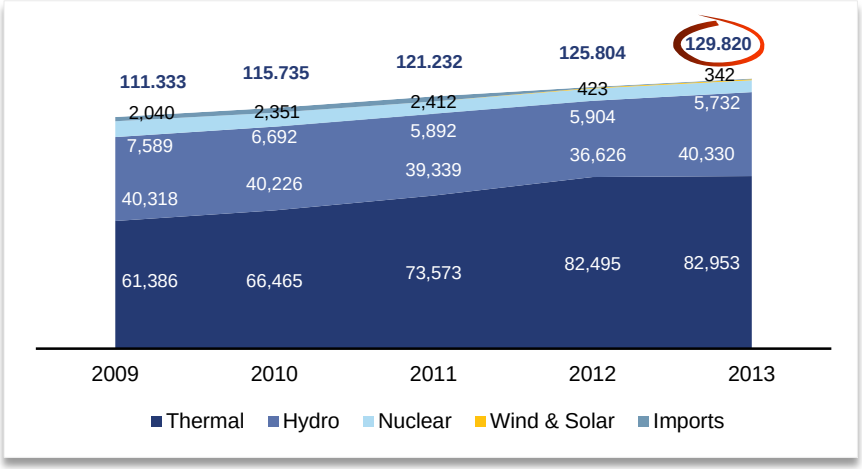
Respuesta: Según lo informado en Informe Jurídico elaborado por Carey y Cía Ltda. y entregado por Enersis y “respecto de si Endesa España estaría en incumplimiento de ciertas garantías en relación con las declaraciones otorgadas por ella en las secciones 6.3 y 6.4 del Contrato de Suscripción, como consecuencia de la existencia de una prenda sobre acciones emitidos por Central Dock Sud S.A… opinamos que las declaraciones contenidas en las secciones 6.3(d) y 6.4(d) del Contrato de Suscripción siguen siendo veraces y exactas no obstante el hecho de que las acciones de Central Dock Sud S.A. se encuentren prendadas o sean objeto de otra clase de gravámenes y, por lo tanto, no implicaría el incumplimiento por parte de Endesa España de la garantía relacionada a dichas declaraciones.”

Apéndice

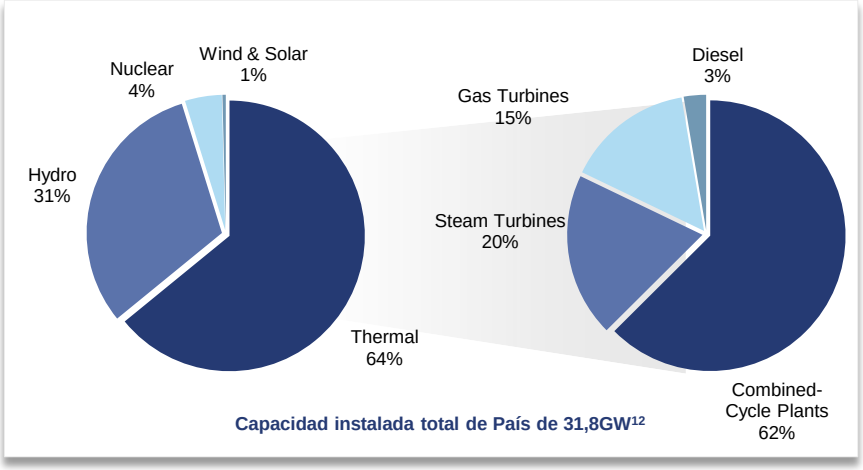
Material Complementario

Panorama general del mercado de generación eléctrica de la Argentina

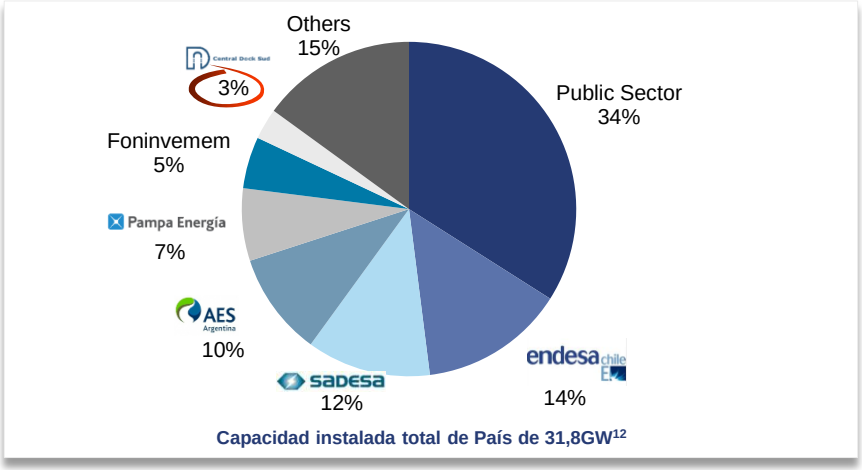
Evolución de la generación eléctrica por Tecnología (Gwh)



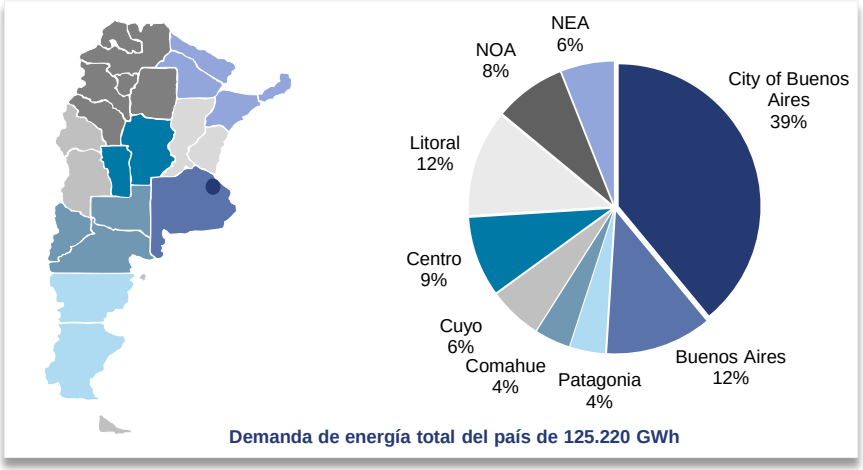
Capacidad instalada por tecnología (%)



Capacidad instalada por Compañía (%)



Demanda de energía por Región 2013 (GWh)



Fuente: CAMMESA, presentaciones de la Compañia.
Nota:

1 Agosto de 2014

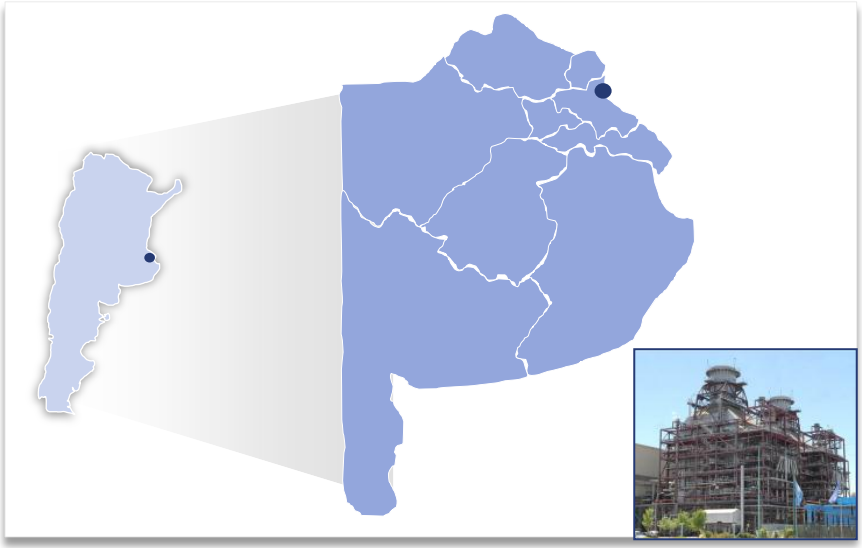
2 Se consideran 400MW de Atucha II.

Panorama general de Central Dock Sud

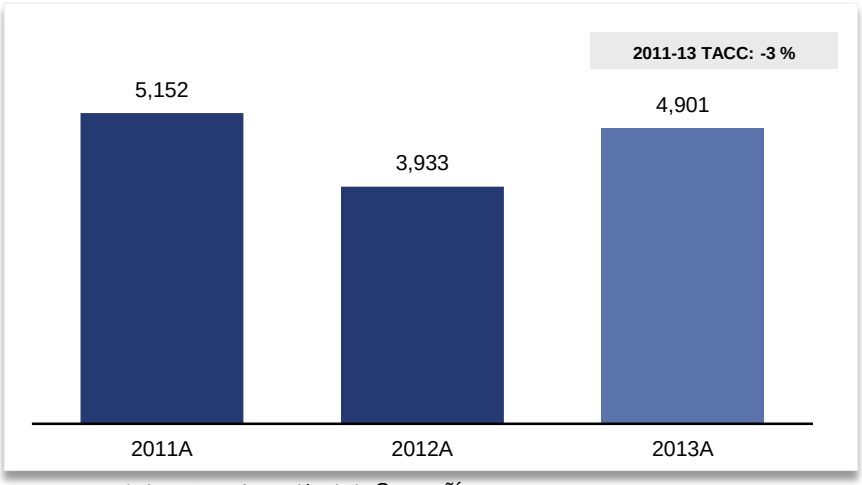
Panorama general de la Sociedad[1]

- Central Dock Sud es una empresa argentina de generación eléctrica que proporciona electricidad al mercado eléctrico mayorista argentino (MEM).
- La compañía opera una central térmica que está equipada con un generador de ciclo combinado ALSTOM con una capacidad instalada neta de 798 MW, que consta de dos turbinas de gas con calderas de recuperación que permiten el funcionamiento de una turbina a vapor, por lo que el generador cuenta con una conversión de energía de alto rendimiento de ~ 57,5 %.
  - CDS también está equipada con dos turbinas de gas de ciclo abierto de 36 MW cada una.
- La capacidad instalada de CDS representó el 2,8% de la capacidad total instalada en el SIN al mes de Diciembre de 2013.
- La compañía generó 3.582 GWh entre abril y Diciembre de 2013, con ventas de energía de 4.195 GWh, lo que representa un ingreso total de USD 83 mm [2] y 3,4% de la participación total en el mercado del país.

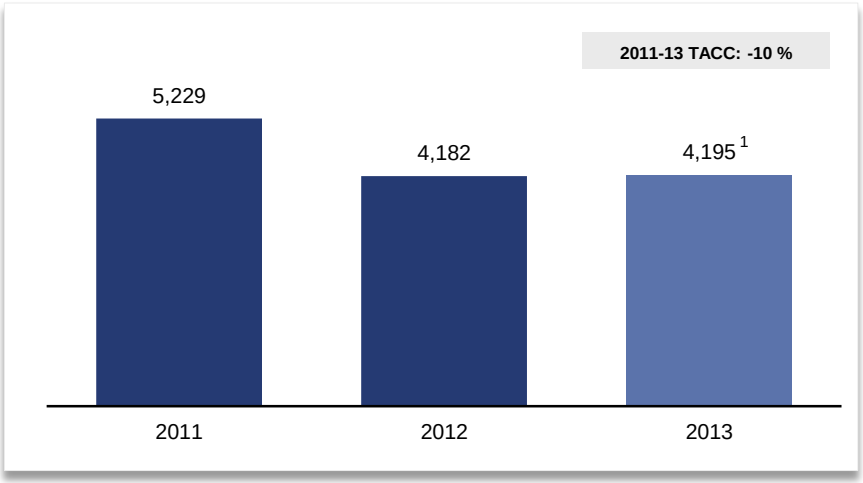
Huella Geográfica



Generación de energía (GWh)



Evolución de las Ventas de Energía (GWh)



Fuente: Formularios 20-F, Información de la Compañía

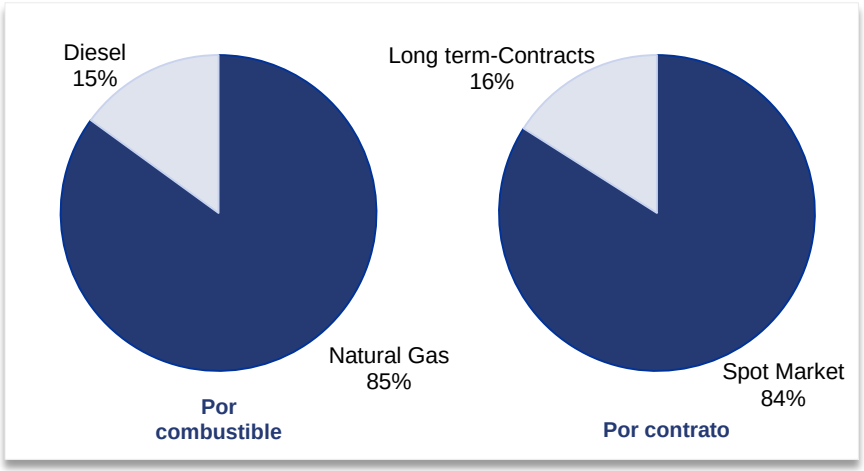
Notas:

1 Las cifras representan 9 meses a partir de abril de 2013.

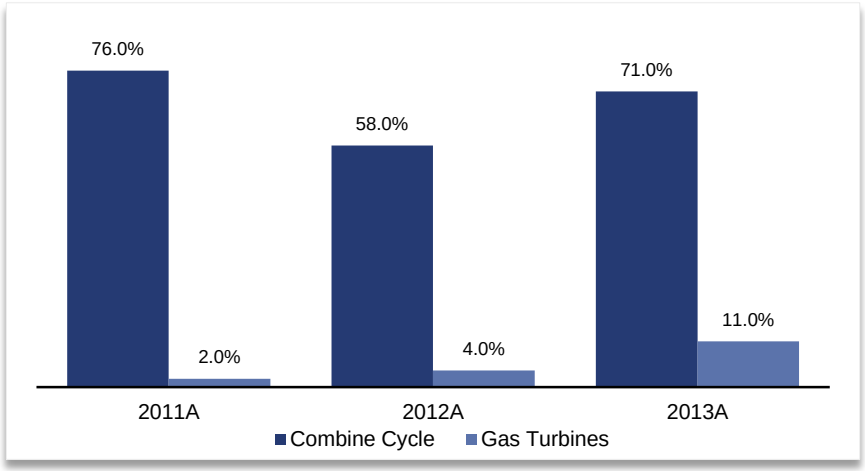
2 Se considera un tipo de cambio promedio para 2013 de 495,34 CLP / USD

Central Dock Sud - Principales puntos operativos

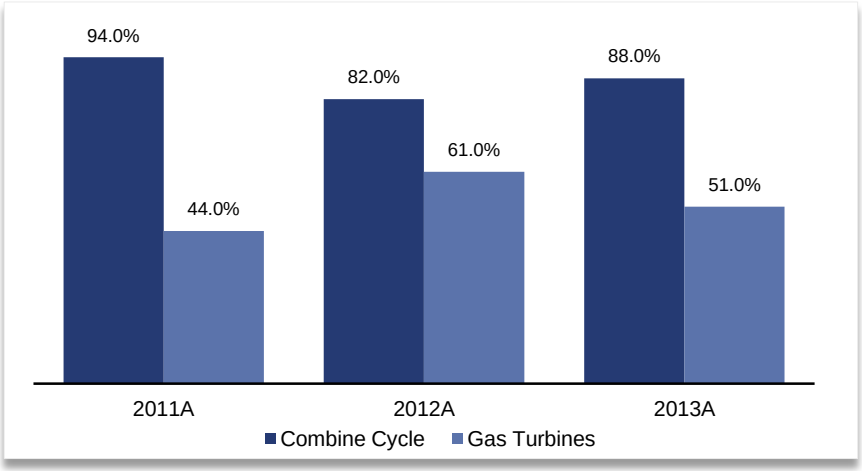
Desglose de generación de energía (%)[1]



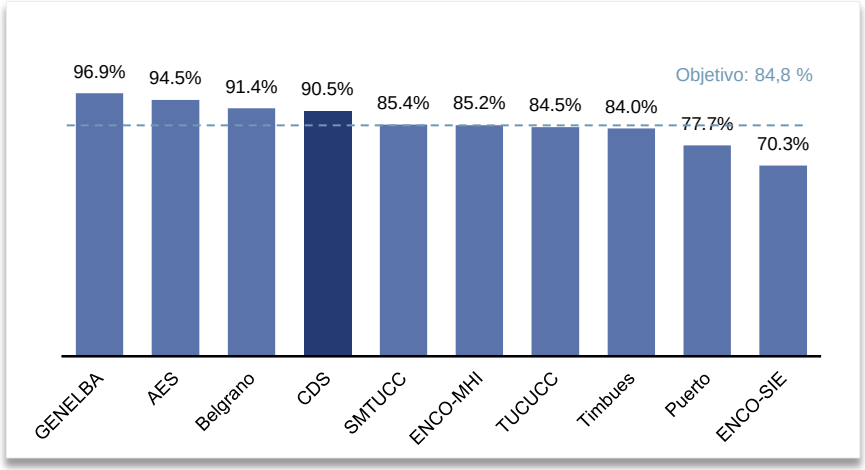
Factor de carga por tecnología (%)



Disponibilidad de CDS por tecnología (%)



Disponibilidad en el sistema de generación argentino (2010-12)



Fuente: CAMMESA, presentaciones de la Compañía
Nota:

1 Se considera un periodo 2011-12 basado en datos financieros de la Compañía.

Pruebas sobre la reestructuración de la deuda en la Argentina

Pruebas empíricas sobre la reestructuración de la deuda en la Argentina (2001-2006)

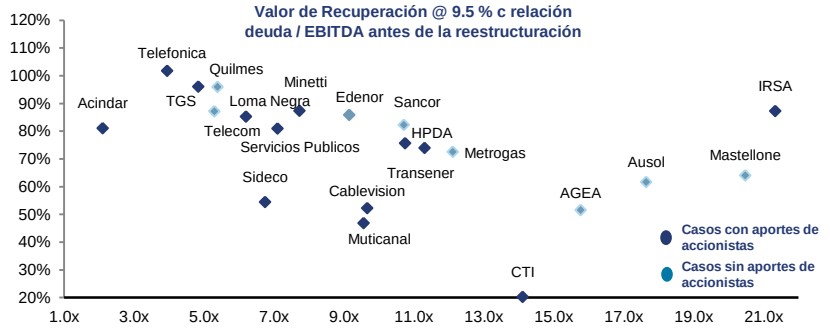
Las pruebas muestran una importante correlación entre la relación deuda / EBITDA y el monto recuperado que perciben los tenedores de deuda.

Precedentes de reestructuración de deuda en el sector de servicios públicos en la Argentina

Nombre de la Compañía	Deuda / EBITDA antes de la reestructuración	EBITDA antes de la reestructuración	Deuda antes de la reestructuración	@ 9,5 %	@ 12,5 %
TGS	4,8x	196	948	96,1 %	87,5 %
Edenor	9,1x	59	540	85,9 %	74,6 %
Transener	10,8x	48	516	75,7 %	67,3%
Hidroeléctrica Piedra del Aguila	11,3x	26	294	74,0%	62,7 %

- Pruebas empíricas de reconocimiento del valor de los acreedores durante el proceso de reestructuración en la Argentina, que han aceptado los valores de recuperación de la deuda por debajo del par en los casos de default.

Valor de Recuperación vs. Deuda / EBITDA al 9,5 %



- En general, las compañías que recibieron aportes de sus accionistas podrían hacer algunas concesiones en las condiciones de la reestructuración, es decir, recompras con descuento, mejores términos y condiciones de deuda.

Cambio de estructura de la propiedad en situaciones de default en la Argentina

- Existen pruebas empíricas en la Argentina de inversores con un perfil de alto riesgo / retorno dispuestos a invertir en situaciones de default.

Compañías	% de capital accionario	Industria	Comprador	Vendedor
CGC	81,0 %	Petróleo y gas	Southern Cross	Grupo Soldati
Ciesa	15,0 %	Gas	D.E. Shaw	Enron
Citelec	43,0 %	Servicios públicos	Dolphin Fund	National Grid
Citelec	50,0 %	Servicios públicos	Eton Park	Petrobras
Edenor	65,0 %	Servicios públicos	Dolphin Fund	Electricite de France
Edes	100,0 %	Servicios públicos	Ashmore	AES
Emdersa	100,0 %	Servicios públicos	NeXtar	HSBC PE
Gas Argentino	30,0 %	Gas	Ashmore & Marathon	BG & Repsol YPF
TGN	20,0 %	Gas	D.E. Shaw & others	Dilución de los accionistas

Fuente: Información de las sociedades, Wall Street Research y AGM Finance sobre el proceso de reestructuración de la deuda en la Argentina entre 2001-2006.