

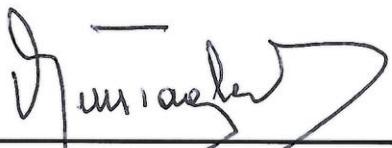
## DECLARACIÓN JURADA

En Santiago, a 30 de septiembre de 2014, ante el Notario que autoriza sus firmas comparecen don Guillermo Tagle Quiroz, chileno, casado, ingeniero comercial, cédula nacional de identidad N°8.089.223-3 y don Fernando Edwards Alcalde, chileno, casado, ingeniero comercial, cédula nacional de identidad N°9.842.736-8, ambos en representación de **IM Trust Asesorías Financieras S.A.**, sociedad del giro de su denominación, en adelante también "IM Trust", todos domiciliados en Av. Apoquindo N°3721, piso 9, Las Condes, 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 1 de agosto de 2014 la sociedad Enersis S.A. encargó a IM Trust Asesorías Financieras S.A., respecto de una operación que se someterá a la Junta Extraordinaria de Accionistas de Enersis S.A.

**Primero:** IM Trust Asesorías Financieras S.A. 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:** IM Trust Asesorías Financieras S.A. 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,



Guillermo Tagle Q.

IM Trust Asesorías Financieras S.A.

Fernando Edwards A.

IM Trust Asesorías Financieras S.A.

Firmaron ante mí don Guillermo Tagle Quiroz, cédula nacional de identidad N°8.089.223-3 y don Fernando Edwards Alcalde, cédula nacional de identidad N°9.842.736-8, ambos en representación de IM Trust Asesorías Financieras S.A.

Santiago, 30 de septiembre de 2014.-



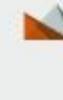
## Informe de Evaluador Independiente

Preparado para el Comité de Directores de Enersis S.A.



# Información importante

IMTrust

 CREDICORP  
capital  
HEP Capital | Enersis | IM Trust

*El presente documento (en adelante, el “Informe”) ha sido preparado por IM Trust Asesorías Financieras S.A. (en adelante “IM Trust”) como evaluador independiente por parte del Comité de Directores de Enersis S.A. para los efectos previstos en el artículo 147 de la Ley 18.046 de Chile.*

*Las recomendaciones y conclusiones del presente Informe, constituyen el mejor parecer u opinión de IM Trust respecto de la Operación Propuesta (según este término se define más adelante) al tiempo de emisión de este Informe, considerando la metodología utilizada para tal efecto, la información que se tuvo a disposición, y las proyecciones, estimaciones y supuestos que sirven de base a las mismas. Las conclusiones de este Informe podrían variar si se dispusieran de otros antecedentes o información o se utilizaren otros criterios de valorización. IM Trust no tendrá obligación alguna de comunicar dichas variaciones como así tampoco cuando las opiniones o información contenidas en el documento se modifiquen.*

*En la elaboración del presente Informe, únicamente se ha utilizado información entregada por Enersis S.A. e información pública, ninguna de las cuales ha sido verificada independientemente por IM Trust y, por tanto, este no tiene responsabilidad alguna respecto de las mismas ni por las conclusiones que puedan derivarse de cualquier información falsa, errónea o incompleta.*

*Asimismo, las conclusiones del Informe pueden basarse en supuestos que pueden estar sujetos a significativas incertidumbres y contingencias económicas y de mercado, tales como flujos, proyecciones, estimaciones y apreciaciones, cuya ocurrencia puede ser difícil de predecir y muchos de ellos podrían incluso estar fuera del alcance de la respectiva empresa, de modo que no existe certeza alguna acerca del grado de cumplimiento de tales supuestos. Bajo ninguna circunstancia la utilización o incorporación de tales flujos, proyecciones o estimaciones podrán ser consideradas como una representación, garantía o predicción de IM Trust con respecto a su ocurrencia, como así tampoco el de los supuestos subyacentes a los mismos.*

1.	Resumen ejecutivo	4
	a. Antecedentes y Operación Propuesta	5
	b. Consideraciones y metodología utilizada	14
	c. Resultados y conclusiones	19
2.	Descripción de Central Dock Sud	26
3.	Descripción del sector de generación eléctrica en Argentina	30
4.	Análisis realizado	36
	a. Valorización de los Créditos para Enersis	37
	i. Esquema de valorización	38
	ii. Valorización de Central Dock Sud	40
	iii. Consideraciones adicionales	47
	iv. Resumen de valorización de los Créditos para Enersis	49
	b. Contexto de la Operación Propuesta para Enersis	52
	i. Impactos de desestimar la Operación Propuesta para Enersis	53
	ii. Consideraciones estratégicas de la Operación Propuesta para Enersis	55
5.	Anexos	59

## RESUMEN EJECUTIVO

1

## ANTECEDENTES Y OPERACIÓN PROPUESTA

1a

# Antecedentes (1/2)

IMTrust

 CREDICORP  
capital  
HEP Capital | Central | IMTrust

- Enersis S.A. (en adelante “Enersis”, “ENI” o la “Compañía”) inició los pasos exigidos por la normativa legal y reglamentaria pertinente, a fin de proceder a informar a una eventual y futura Junta Extraordinaria de Accionistas de la Compañía (en adelante la “JEA”) respecto de la Operación Propuesta (según este término se define más adelante)
- En resumen, la Operación Propuesta consiste en (i) la compra por parte de Enersis de los Créditos (según este término se define más adelante) que Endesa Latinoamérica S.A. (“ELA”), accionista de Enersis, tiene en Central Dock Sud S.A. (“CDS”), empresa argentina de generación eléctrica controlada por Inversora Dock Sud S.A. (“IDS”), holding argentina subsidiaria de Enersis, (ii) la pesificación de los Créditos al tipo de cambio oficial vigente al 31 de diciembre de 2013<sup>(1)</sup> (junto con la pesificación del resto de créditos o deudas financieras de CDS por parte de los otros accionistas de dicha compañía), (iii) la condonación de los intereses del Crédito (en simultáneo con la condonación de intereses, diferencial de rescate y demás comisiones asociadas a los otros créditos en CDS por parte de los otros accionistas de dicha compañía), (iv) la capitalización del capital remanente de los Créditos (neto del repago que se explica en el numeral (v) siguiente) por parte de Enersis en IDS y CDS (en simultáneo con la capitalización de otros créditos en IDS y CDS por parte de los otros accionistas de ambas compañías), (v) el repago parcial de los Créditos a ser efectuado por CDS en favor de Enersis, y (vi) una eventual reducción de capital de CDS (proporcional entre sus accionistas) en caso sea requerido según la Ley de Sociedades Comerciales de la República Argentina luego de las capitalizaciones antes mencionadas
- Actualmente Enersis es el accionista mayoritario en IDS (con un 57% de participación), el cual a su vez es el accionista mayoritario en CDS (con un 70% de participación), por lo que Enersis mantiene una participación indirecta en CDS del 40%. Enersis adquirió dichas participaciones de ELA como consecuencia del aumento de capital de Enersis realizado en el primer trimestre de 2013 (en adelante el “Aumento de Capital de Enersis”), mediante el cual sólo fueron contribuidas acciones, mas no otro tipo de activos. En ese sentido, los Créditos no fueron transferidos a Enersis dentro de las participaciones que formaron parte del Aumento de Capital de Enersis
- Cabe precisar que con propósito del Aumento de Capital de Enersis, Endesa, S.A. (principal accionista de Enersis directa e indirectamente a través de ELA, ésta última filial 100% participada de Endesa, S.A.), en representación suya y de Enel S.p.A. (su principal accionista), se comprometió con Enersis<sup>(2)</sup> a que la Compañía sería su único vehículo de inversión en Sudamérica (excepto por Enel Green Power S.p.A.), declarando que tal compromiso fue un objetivo fundamental del Aumento de Capital de Enersis
  - Sin perjuicio de lo anterior, según lo declarado por Enersis, la Compañía no tiene compromiso alguno para adquirir los Créditos y/o participar de la Operación Propuesta

(1) Tipo de cambio USDARS oficial al 31 de diciembre de 2013 de 6,521

(2) Dicho compromiso está establecido en el *Prospectus Supplement* emitido por Enersis con respecto al Aumento de Capital de Enersis

# Antecedentes (2/2)

IMTrust

 CREDICORP  
capital  
HEP Capital | Credicorp | IM Trust

- La Operación Propuesta se origina en base a (i) la necesidad de capitalizar los créditos que los grupos accionistas de CDS tienen en dicha compañía con el fin de reconstituir el patrimonio de CDS (el cual es negativo desde el año 2013) y por ende evitar una potencial disolución de CDS (y consecuentemente la disolución de IDS) según lo establecido en la normativa argentina, y (ii) en el compromiso de Endesa, S.A. de mantener a Enersis como su único vehículo de inversión en Sudamérica (según se explica en el punto anterior)
- Dada la naturaleza de la Operación Propuesta, el Directorio y el Comité de Directores de Enersis han acordado dar cumplimiento a las disposiciones del Título XVI de la Ley N° 18.046 de Chile, sometiendo todas las fases que componen la Operación Propuesta, como un todo, al tratamiento contemplado en dichas disposiciones para este tipo de operaciones entre partes relacionadas<sup>(1)</sup>
- Por aplicación de lo señalado en el artículo 146 de la Ley N° 18.046 de Chile, el Directorio de Enersis ha dejado constancia de que posee sólo un director no involucrado en la Operación Propuesta, por lo que someterá dicha operación a consideración y votación de la JEA
- De acuerdo a las normas del Título XVI de la Ley N° 18.046 de Chile, en especial en su artículo 147, el Directorio de Enersis debe designar a lo menos un evaluador independiente “para informar a los accionistas respecto de las condiciones de la operación, sus efectos y su potencial impacto para la sociedad”, agregando que en su informe “los evaluadores independientes deberán también pronunciarse acerca de los puntos que el Comité de Directores, en su caso, haya solicitado expresamente que sean evaluados”
- Asimismo, el Comité de Directores está facultado por el señalado artículo 147 para designar él mismo un evaluador independiente adicional. Conforme aquello, en sesión de fecha 30 de julio de 2014, el Comité de Directores de Enersis acordó contratar a IM Trust Asesorías Financieras S.A. (en adelante, “IM Trust”) como evaluador independiente para los efectos indicados

(1) En virtud de lo dispuesto por el artículo 147 de la Ley N° 18.046 de Chile, cuando la mayoría absoluta del Directorio deba abstenerse de la votación destinada a resolver de una operación con partes relacionadas, ésta debe ser aprobada por la unanimidad de los Directores no involucrados o por la Junta Extraordinaria de Accionistas con el acuerdo de los dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto

# Alcance de la Evaluación Independiente

IMTrust

 CREDICORP  
capital

- De acuerdo a la solicitud de Enersis y en cumplimiento de lo requerido en el artículo 147 de la Ley N° 18.046 de Chile, en su calidad de evaluador independiente, IM Trust preparó este informe (en adelante el “Informe” o la “Evaluación Independiente”) que contiene entre otros los siguientes elementos:
  - Una descripción de la Operación Propuesta
  - Una estimación del valor de mercado de los Créditos para Enersis
  - Un análisis de los efectos y potencial impacto de la Operación Propuesta para Enersis, incluyendo si la Operación Propuesta contribuye al interés social de la Compañía
- Como parte del análisis, IM Trust ha incluido en el Informe lo siguiente:
  - Una estimación del rango de valor de mercado de los Créditos para Enersis en el marco de la Operación Propuesta
  - Un análisis de los impactos marginales para Enersis de desestimar la Operación Propuesta, así como el sentido estratégico para Enersis de la Operación Propuesta, con el fin de estimar si la misma contribuye al interés social de Enersis
- Cabe destacar que por no haberse requerido por parte de Enersis ni estar dentro del alcance de esta asesoría, este Informe excluye:
  - Un análisis de las ventajas y desventajas de estructuras alternativas a la Operación Propuesta para llevar a cabo la transacción que aquí se evalúa
  - Un análisis o asesoría a Enersis respecto de la posición negociadora frente a la Operación Propuesta, ni los alcances y efectos que tiene para ELA y/o para los otros accionistas de IDS o CDS
  - Un análisis sobre la factibilidad técnica, comercial, legal y/o de otra índole sobre la ejecución de la Operación Propuesta
  - Un análisis sobre posibles repercusiones regulatorias y/o políticas que puedan afectar a Enersis por la realización o desestimación de la Operación Propuesta

# Descripción de la Operación Propuesta (1/5)

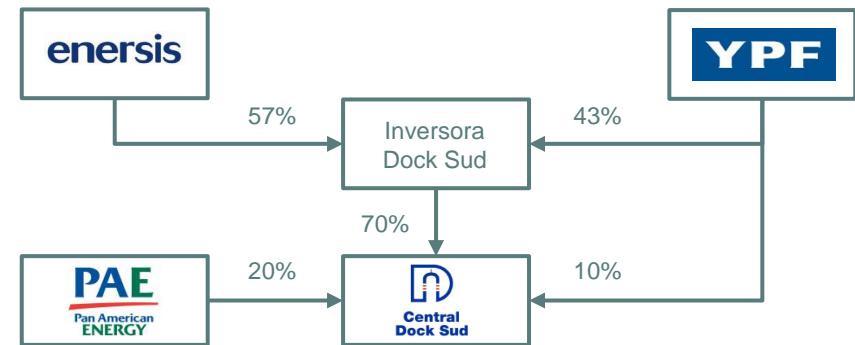
IMTrust

CREDICORP  
capital  
HEP Capital Comercial | IM Trust

## Antecedentes

- Enersis actualmente es accionista de IDS, la cual a su vez es la sociedad controladora de CDS. Ambas sociedades tienen domicilio en Argentina y cuentan con accionistas ajenos al grupo económico de Enersis: empresas de los grupos económicos de YPF y Pan American Energy (en adelante "PAE")
- IDS es una sociedad "*holding*" propietaria de participaciones sociales en CDS, mientras que CDS es un agente generador de energía eléctrica que opera en Argentina
  - CDS tiene una central termoeléctrica ubicada en Buenos Aires de una capacidad instalada de 870 MW, compuesta por un ciclo combinado ALSTOM de 798 MW, que entró en operación en el 2001, y dos turbinas de gas de 72 MW en total, que entraron en operación en 1990
- Como consecuencia de los problemas en el sector de generación eléctrica en Argentina durante los últimos años, CDS ha venido mostrando pérdidas acumuladas en los últimos años que, luego de una serie de reducciones de capital para solventarlas, han generado que CDS muestre un patrimonio negativo de ARS 382 millones (USD 59 millones<sup>(1)</sup>) al 31 de diciembre de 2013<sup>(2)</sup>. Un impacto similar ha tenido IDS, mostrando un patrimonio negativo de ARS 101 millones (USD 15 millones<sup>(1)</sup>) al 31 de diciembre de 2013<sup>(2)</sup>
- De acuerdo a lo que dispone la normativa argentina<sup>(3)</sup>, entendemos que CDS se ve expuesta a enfrentar su disolución y liquidación obligatorias de no reconstituir su patrimonio. IDS enfrenta una situación análoga

## Estructura de propiedad de CDS<sup>(4)</sup>



## La central termoeléctrica de CDS



- La central es un activo importante para el sistema de generación eléctrica en Argentina, representando el 3,8% de la generación del país en el 2013<sup>(5)</sup>, siendo el ciclo combinado uno de los más eficientes del sistema mostrando una disponibilidad cercana al 90%<sup>(5)</sup> y un factor de carga cercano al 70%<sup>(6)</sup>

(1) Segundo tipo de cambio oficial USDARS al 31 de diciembre de 2013 de 6,521

(2) Cifras al 2013 según EEFF de CDS preliminares entregados por la Compañía, aún sujetos a aprobación de la junta de accionistas de CDS

(3) Ley N° 19.550, Ley de Sociedades Comerciales de la República Argentina

(4) Programa de Propiedad Participada ("PPP") tiene una participación en CDS del 0,01%. Este programa se creó en 1991 en el marco de la Ley de la Reforma del Estado y reservaba el 10% del patrimonio accionario de las empresas estatales a los trabajadores

(5) Fuente: Cammesa y la Compañía

(6) Promedio 2011-2013; fuente: la Compañía

# Descripción de la Operación Propuesta (2/5)

IMTrust

CREDICORP  
capital  
HEP Capital | Credicorp | IMTrust

## El Acuerdo de Capitalización

- Con el fin de reconstituir el patrimonio de CDS (e IDS), los accionistas de dichas sociedades han contemplado proceder al integral del capital en CDS mediante un aumento de capital (en adelante el “Acuerdo de Capitalización”) en el que los diversos acreedores de CDS (todos socios de los grupos económicos de los accionistas de CDS) aporten los créditos en moneda extranjera que tienen contra CDS
- Los créditos serían pesificados y posteriormente aportados a su valor facial por todos los acreedores en igualdad de condiciones, convertidos a pesos argentinos<sup>(1)</sup>
- Previo a la capitalización de los créditos, todos los titulares de tales créditos procederán a hacer una condonación a favor de CDS del total de intereses, comisiones y diferenciales de rescate<sup>(2)</sup> que deberían haberse devengado, o que se hayan devengado, y que se devenguen en el futuro
- Producto de las aportaciones de los créditos, los accionistas recibirán acciones emitidas por IDS y CDS, respectivamente, en proporción a la aportación de créditos realizada por cada socio acreedor
- Con el fin de mantener casi inalteradas las participaciones actuales de los grupos accionistas en CDS, se ha acordado que: (i) PAE va a contribuir ARS 125,0 millones adicionales en créditos comerciales y/o en dinero en efectivo, y (ii) con dichos fondos, CDS amortizará ARS 88,1 millones en favor de los créditos que hoy posee ELA (a ser adquiridos por Enersis según se explica a continuación), cuyo monto no será objeto de capitalización

(1) Los créditos serán convertidos a pesos argentinos al tipo de cambio oficial de USDARS de 6,521, vigente al 31 de diciembre de 2013, según lo acordado entre las contrapartes en el Acuerdo de Capitalización

(2) La condonación de los diferenciales de rescate supone la eliminación de la preferencia de las acciones preferidas de la sociedad, consistente en su re-ajustabilidad, salvo en caso de liquidación

(3) Cifras mostradas en USD aplicando el tipo de cambio oficial de USDARS de 6,521, vigente al 31 de diciembre de 2013

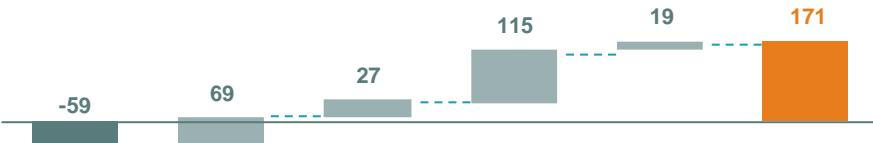
(4) Monto asignado corresponde a la deuda a capitalizar indirectamente a través de IDS

(5) Monto neto del repago parcial en efectivo por ARS 88,1 millones

## Saldo de las acreencias de CDS al 31 de diciembre de 2013<sup>(3)</sup>

USD millones <sup>(3)</sup>	YPF	PAE	ELA	ENI	Total
<b>Préstamo de accionistas</b>	<b>18,2</b>	<b>9,1</b>	<b>18,2</b>	<b>0,0</b>	<b>45,5</b>
Capital	13,6	6,8	13,6		34,0
Intereses	4,6	2,3	4,6		11,5
<b>Deuda estructurada</b>	<b>64,1</b>	<b>0,0</b>	<b>83,8</b>	<b>0,0</b>	<b>147,9</b>
Capital	38,9		51,8		90,7
Intereses	25,2		32,0		57,2
<b>Deuda subordinada<sup>(4)</sup> (IDS)</b>	<b>1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,9</b>
Capital	1,7			2,2	3,9
Intereses	0,0			0,0	0,0
<b>Acciones preferidas<sup>(4)</sup> (IDS)</b>	<b>16,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>21,6</b>	<b>37,9</b>
Capital	4,8			6,4	11,2
Intereses	11,5			15,2	26,7
<b>Créditos comerciales</b>	<b>0,0</b>	<b>19,2</b>		<b>0,0</b>	<b>19,2</b>
<b>Total</b>	<b>100,3</b>	<b>28,3</b>	<b>102,0</b>	<b>23,8</b>	<b>254,4</b>

## Secuencia de capitalización de CDS según el Acuerdo de Capitalización (USD millones)<sup>(3)</sup>



Patrimonio de CDS a diciembre de 2013  
Condonación de intereses  
Condonación de diferencial de rescate  
Capitalización de los créditos de CDS (incluyendo comerciales y/o los Créditos)<sup>(5)</sup>  
Capitalización de créditos comerciales y/o efectivo por PAE  
Patrimonio de CDS post Operación Propuesta

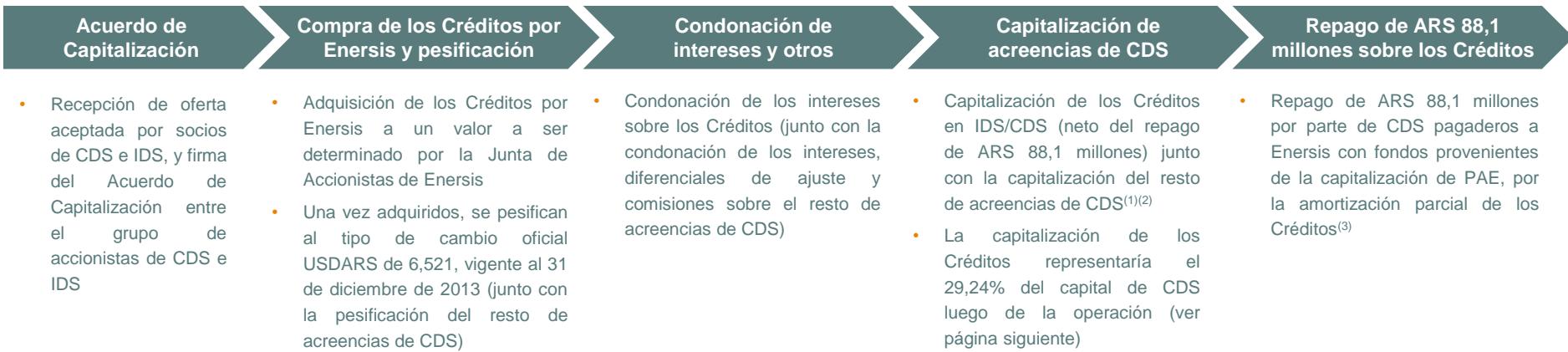
# Descripción de la Operación Propuesta (3/5)

IMTrust

**CREDICORP**  
capital  
HEP Capital | Comercio | IM Trust

## La Operación Propuesta

- Como se muestra en la página anterior, Enersis no tiene directamente créditos por cobrar a CDS, pero sí los tiene su sociedad matriz ELA, que no es accionista directa de CDS ni de IDS
- Dicho ello, en el marco del Acuerdo de Capitalización y en base al compromiso de Endesa, S.A. de centralizar sus inversiones de Sudamérica en Enersis, se propone que ELA venda y ceda los créditos que posee contra CDS a Enersis y que sea ésta última, junto al resto de los socios acreedores de IDS y CDS, quienes aporten sus créditos con el objeto de reconstituir el capital de CDS e IDS
- Los créditos de ELA contra CDS a ser adquiridos por Enersis (en adelante los “Créditos”) suman un total de USD 65,4 millones de capital y USD 36,6 millones de intereses (USD 102,0 millones en total) al 31 de diciembre de 2013:
  - Préstamo de accionistas: USD 13,6 millones de capital y USD 4,6 millones de intereses (a ser condonados)
  - Préstamo estructurado: USD 51,8 millones de capital y USD 32,0 millones de intereses (a ser condonados)
- En línea con lo anterior, la operación propuesta (en adelante la “Operación Propuesta”) consistiría en lo siguiente:



(1) La capitalización se haría al valor facial de las acreencias convertidas a pesos argentinos al tipo de cambio USDARS de 6,521, vigente al 31 de diciembre de 2013

(2) Eventualmente, con el fin de dar cumplimiento a la Ley de Sociedades Comerciales de la República Argentina y si ello fuere requerido por las circunstancias, una vez reconstituido el capital de CDS e IDS, ellas podrán ser objeto de una reducción de capital proporcional entre sus socios). La reducción de capital ocurriría en la medida que las pérdidas acumuladas superen el 50% de sus respectivos capitales sociales

(3) A partir de la entrada en vigencia del Acuerdo de Capitalización, CDS hará disponible ARS 20 millones a favor de Enersis siendo el saldo remanente pagadero a Enersis en forma inmediata una vez que se haya integrado la capitalización

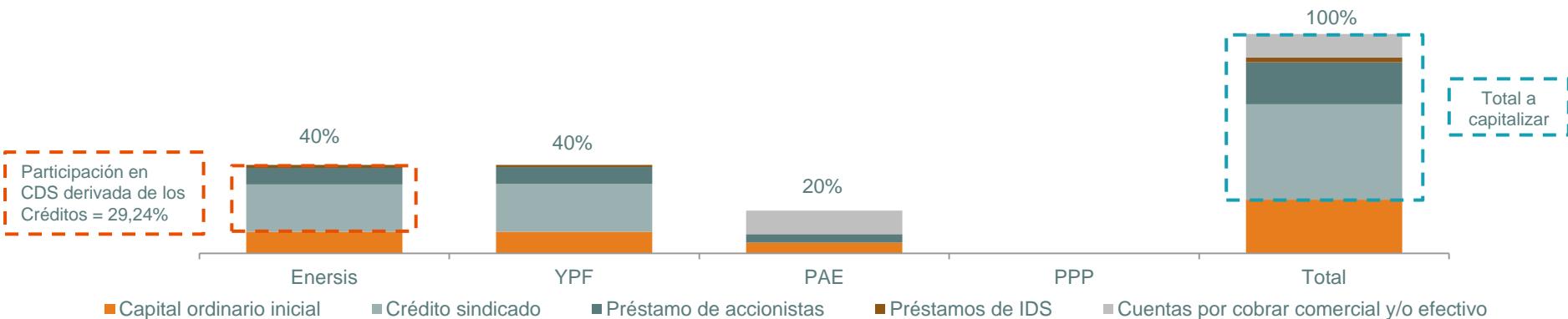
# Descripción de la Operación Propuesta (4/5)

IMTrust

CREDICORP  
capital  
HEP Capital | Credicorp | IMTrust

- Como consecuencia de la Operación Propuesta, el detalle de las capitalizaciones por socio accionista y acreencia capitalizada es el siguiente:

Detalle de participaciones de capital en CDS



Las participaciones de CDS derivadas de los Créditos representarían el 29,24% del capital final de CDS (directo e indirecto) luego de la Operación Propuesta

(Participaciones directas e indirectas de CDS derivadas de la capitalización de los Créditos / participaciones totales de CDS post Operación Propuesta) = 29,24%

Estructura resumida de la Operación Propuesta con respecto a los Créditos



(1) Una porción de la capitalización de los Créditos se realiza a través de IDS

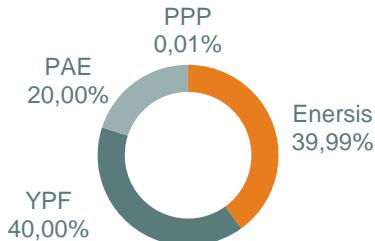
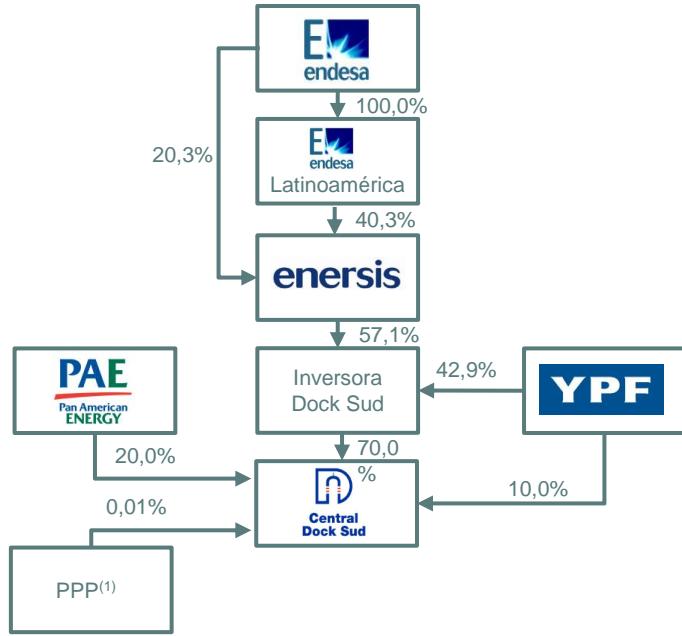
(2) Previo a la capitalización de los Créditos se realiza una condonación de los intereses de los Créditos en favor de CDS; la capitalización conlleva a impactos tributarios que se analizan más adelante en el Informe

# Descripción de la Operación Propuesta (5/5)

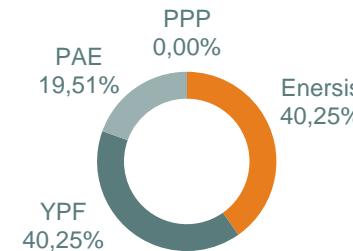
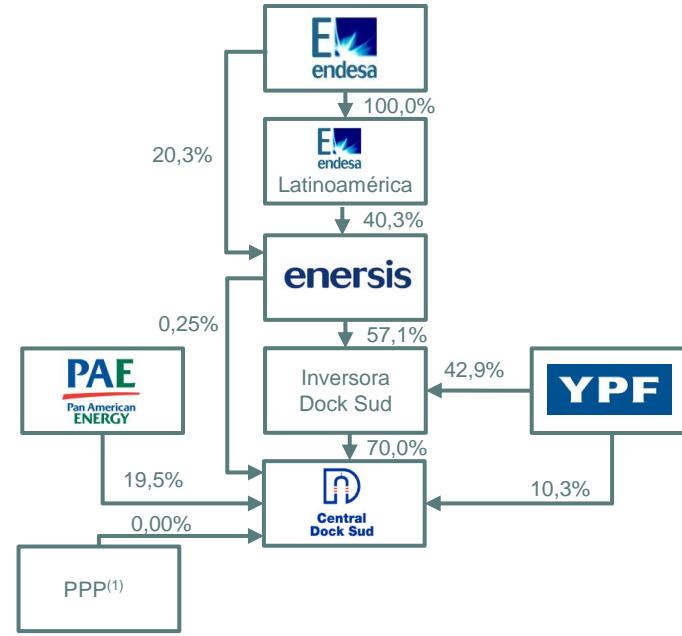
IMTrust

CREDICORP  
capital  
IEP Capital (Lima) | IMTrust

Estructura pre Operación Propuesta



Estructura post Operación Propuesta



(1) Programa de Propiedad Participada

## CONSIDERACIONES Y METODOLOGIA UTILIZADA

1 b

1. Enersis dispuso de un *pendrive* que contenía la siguiente información:

- Copia de una presentación descriptiva de la Operación Propuesta
- Detalle de las deudas de CDS al 31 de diciembre de 2013, incluyendo copias de contratos y detalle de capital e intereses a esa fecha
- Estados Financieros (en adelante “EEFF”) de IDS y CDS a la última fecha disponible: borradores de los EEFF auditados al 31 de diciembre de 2013, y EEFF auditados al 31 de diciembre de 2012 y 31 de diciembre de 2011, así como algunas cifras no auditadas al 30 de junio de 2014
- Minuta con impacto contable y tributario de la Operación Propuesta
- Antecedentes legales: (i) acuerdo de accionistas de CDS e IDS, (ii) registro de acciones de CDS e IDS, (iii) Acuerdo de Capitalización
- Proyecciones para CDS para el período 2014-2023, incluyendo una proyección de flujo de caja hasta el año 2027<sup>(1)</sup>, las cuales, según Enersis:
  - Fueron preparadas en base a las proyecciones utilizadas para aprobar el presupuesto de Enersis para el año 2014
  - Son conocidas por el Directorio de Enersis, el cual formalmente, sólo aprueba la proyección correspondiente al año 2014 que se transforma en el presupuesto de la Compañía

2. Reuniones y visitas con la administración y equipos técnicos de Enersis y CDS

- Se sostuvo una reunión con el equipo gerencial de CDS, así como una visita a las instalaciones de CDS en Argentina
- Se sostuvieron reuniones de trabajo con la administración de Enersis
- Se sostuvieron reuniones con los Sres. Rafael Fernández y Hernán Somerville, ambos Directores y miembros del Comité de Directores de la Compañía
- IM Trust realizó preguntas a Enersis, las que sumadas a las preguntas del evaluador independiente designado por el Directorio de Enersis, fueron contestadas a través de correo electrónico por la Compañía

3. Información pública disponible en el mercado: servicios de información financiera y de mercados, reportes de analistas, etc.

- Cabe destacar que el análisis realizado por IM Trust no contempló un *due diligence* de Enersis, CDS, IDS o sobre los Créditos. Respecto de los temas contables, legales, tributarios y regulatorios, se solicitó a Enersis su mejor estimación, opinión o proyección respecto de los impactos de la Operación Propuesta para Enersis, CDS y/o IDS. Estas estimaciones, opiniones o proyecciones no han sido independientemente verificadas por expertos distintos a los que asistieron a Enersis ni por IM Trust
- Asimismo, cabe destacar que Enersis es una compañía abierta en la Bolsa de Comercio de Santiago y en la *New York Stock Exchange* (NYSE), por lo que se encuentra supervisada por entes regulatorios nacionales e internacionales, entre ellos, la SVS, la *Securities and Exchange Commission* (SEC)

(1) Las proyecciones inicialmente entregadas fueron complementadas por Enersis y enviadas en una nueva versión el 18 de agosto de 2014

# Consideraciones generales utilizadas en la Evaluación Independiente

IMTrust

 CREDICORP  
capital

- De acuerdo a la información puesta a disposición por Enersis y a las opiniones contenidas en las respuestas proporcionadas por Enersis a IM Trust, hemos asumido sobre la Operación Propuesta lo siguiente:
  - Está permitida por la legislación chilena, argentina y no contraviene ninguna norma en ninguna jurisdicción aplicable a Enersis, ELA, IDS, CDS y/o a cualquiera de las otras partes que forman parte del Acuerdo de Capitalización y de la Operación Propuesta
  - El valor de los Créditos está condicionado por la estructura de la Operación Propuesta. Todas las partes involucradas en la Operación Propuesta cumplen oportunamente con sus obligaciones establecidas en el Acuerdo de Capitalización y en la Operación Propuesta, y no existe riesgo de ejecución alguno para que la Operación Propuesta se ejecute según lo esperado por Enersis
  - Con respecto al repago de CDS de ARS 88,1 millones sobre los Créditos, no existe una limitación o restricción para que Enersis pueda cobrar, convertir a moneda extranjera<sup>(1)</sup> y repatriar dichos fondos al extranjero de forma oportuna
  - Ninguna de las partes involucradas en la Operación Propuesta, y en particular las sociedades que son parte de PAE, tendrían algún beneficio o interés sobre la Operación Propuesta adicional al interés que surge (i) de su condición de accionista de IDS o CDS, o (ii) del Acuerdo de Capitalización
  - No existe compromiso alguno por parte de Enersis para adquirir los Créditos y/o participar de la Operación Propuesta
  - El hecho que Enersis participe o no en la Operación Propuesta, no afecta el compromiso de Endesa, S.A. y Enel S.p.A., de mantener como único vehículo de inversión en Sudamérica a Enersis (excepto por Enel Green Power S.p.A.) a raíz del Aumento de Capital de Enersis
  - No afecta ni contraviene acuerdos con socios, proveedores, clientes, o cualquier otra contraparte de Enersis o alguna de sus compañías relacionadas
  - No conlleva efectos contables o tributarios que pudieran impactar negativamente los resultados de Enersis más allá de los considerados en el presente Informe en base a lo informado por Enersis
  - No genera nuevas contingencias para Enersis, IDS y/o CDS
  - No genera pérdida ni afecta negativamente derechos políticos y económicos, que no formen parte de la Operación Propuesta
  - El hecho que Enersis participe o no en la Operación Propuesta, no generaría una obligación para Enersis de realizar futuros aportes de capital en IDS y/o CDS
  - El hecho que Enersis participe o no en la Operación Propuesta, no generaría un efecto económico y/o político sobre las demás operaciones de Enersis en Argentina o en cualquier otro país
  - No afecta o contraviene acuerdos en contratos de crédito o acreedores de Enersis y/o filiales
  - La Operación Propuesta es independiente y no está condicionada en ningún aspecto al Aumento de Capital de Enersis, mediante el cual la Compañía adquirió las acciones de IDS por parte de ELA

(1) Se considera que los ARS 88,1 millones son convertidos al tipo de cambio USDARS oficial, lo cual es sensibilizado según el tipo de cambio USDARS contado con liquidación, correspondiente al tipo de cambio utilizado en operaciones financieras

- A continuación se presenta un cuadro resumen de los principales puntos que fueron analizados para determinar las conclusiones del presente Informe:

Valorización de los Créditos para Enersis	Valorización de CDS	¿Cuál es el valor de CDS que haría atractivo para un accionista de Enersis aumentar su exposición en la sociedad? <ul style="list-style-type: none"><li>• Se realizaron tres escenarios de valorización por flujo de caja descontado ("FCD"): Base, Conservador y Optimista. Se incluyeron sensibilizaciones de ciertas variables (esquema de remuneraciones, horizonte de inversión, tasa de descuento y tipo de cambio)</li><li>• De forma referencial se emplea una (i) valorización por múltiplos <i>trading</i> de comparables de mercado y (ii) valorización implícita derivada del aporte de capital a ser efectuado por PAE en el marco del Acuerdo de Capitalización</li></ul>
Consideraciones adicionales sobre el valor de los Créditos para Enersis	Consideraciones adicionales sobre el valor de los Créditos para Enersis	¿Cuál es el impacto de la Operación Propuesta en la posición financiera y de caja de Enersis? <ul style="list-style-type: none"><li>• Consideración del repago en efectivo de ARS 88,1 millones que Enersis cobraría de CDS por ser el nuevo titular de los Créditos, y cuyo valor no sería objeto de capitalización en IDS o CDS</li><li>• Impactos tributarios que la Operación Propuesta generaría en Enersis, ya sea directa o indirectamente a través de IDS y/o CDS, y que tenga un impacto en el flujo de caja de Enersis</li></ul>
Impactos para Enersis de desestimar la Operación Propuesta	Impactos para Enersis de desestimar la Operación Propuesta	¿Existe algún impacto para Enersis que se pueda originar directamente de la desestimación de la Operación Propuesta? <ul style="list-style-type: none"><li>• Se han considerado dos escenarios posibles y sus principales efectos para Enersis:<ul style="list-style-type: none"><li>• La liquidación de CDS e IDS (considerando que Enersis es accionista directo e indirecto de ambas sociedades)</li><li>• Una capitalización de CDS sin la participación de Enersis, lo cual tendría un efecto de dilución sobre la participación de Enersis en IDS y CDS</li></ul></li></ul>
Consideraciones estratégicas para Enersis	Consideraciones estratégicas para Enersis	¿La Operación Propuesta tiene sentido desde el punto de vista de la estrategia de Enersis? ¿Existen ciertos escenarios potenciales en los cuales la Operación Propuesta pueda ofrecer un valor incremental para Enersis? <ul style="list-style-type: none"><li>• Posicionamiento de Enersis como uno de los principales participantes del sector eléctrico argentino</li><li>• Potencial mejoramiento de las condiciones económicas del sector de generación eléctrica en Argentina para los agentes privados</li><li>• Posible re-valorización de los activos de CDS en el mediano plazo bajo escenarios optimistas</li></ul>

# Esquema de valorización de los Créditos para Enersis

- En la figura de la derecha se muestra el esquema a seguir para determinar el valor de los Créditos para Enersis
- El esquema se deriva del supuesto que los Créditos son adquiridos en el marco del Acuerdo de Capitalización y la Operación Propuesta. En tal sentido, al evaluar el valor de los Créditos para Enersis se entiende que:
  - La adquisición de los Créditos está condicionada a lo planteado en el Acuerdo de Capitalización y la Operación Propuesta, y
  - Que la Operación Propuesta se lleva a cabo en su totalidad y oportunamente, sin riesgo de ejecución
- Como se muestra en el esquema, el valor de los Créditos se compone por:
  - El 29,24% del valor del patrimonio de CDS:** Según el Acuerdo de Capitalización, la capitalización del valor nominal de los Créditos representaría un 29,24% del patrimonio de CDS post Operación Propuesta
  - ARS 88,1 millones a ser repagados a Enersis:** Según el Acuerdo de Capitalización, al adquirir los Créditos, Enersis recibiría un pago en efectivo de ARS 88,1 millones de CDS por concepto de amortización parcial de los Créditos, el cual no sería objeto de capitalización
  - Efectos tributarios:** La Operación Propuesta generaría efectos tributarios que tendrían un impacto en los resultados de Enersis, y que por ende se descuentan del valor de los Créditos

## Esquema de valorización de los Créditos para Enersis

### VALOR DE LOS CRÉDITOS PARA ENERSIS

(+)

Valor del patrimonio de CDS

X

Porcentaje de la propiedad de CDS derivada de la capitalización de los Créditos: 29,24%

(+)

Repago parcial de los Créditos, equivalente a ARS 88,1 millones, a ser pagado en efectivo por CDS a favor del titular de los Créditos

(+/-)

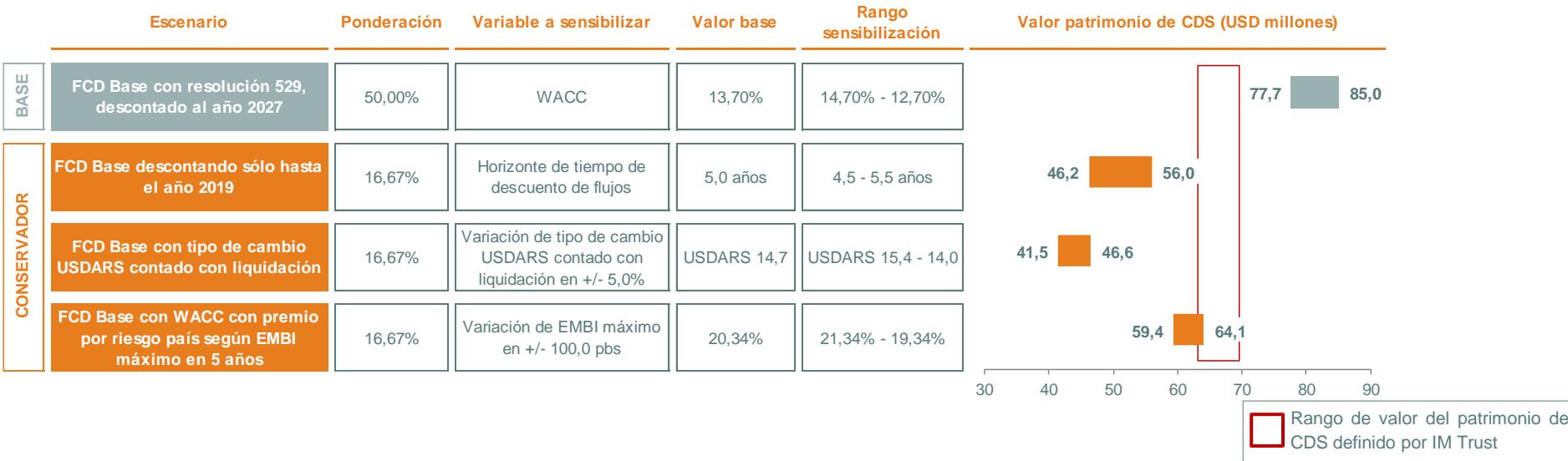
Efectos tributarios relacionados a la Operación Propuesta que impactarían a Enersis

## RESULTADOS Y CONCLUSIONES

1C

# Valorización de CDS

## Estimación del valor del patrimonio de CDS



- Para estimar el rango de valor del patrimonio de CDS se consideraron los escenarios Base y Conservador, dejando de lado el escenario Optimista y la Valorización Referencial
- De acuerdo a la ponderación indicada para cada escenario, el rango de valor del patrimonio de CDS estaría entre **USD 63,4 y 70,3 millones**
- Consideramos que este rango debería ser consistente con un valor de mercado del patrimonio de CDS a la fecha, en caso CDS cotizara en bolsa o estuviere abierta a la entrada de inversionistas

### Múltiplos implícitos de valorización de CDS

Valor del patrimonio de CDS (USD millones) <sup>(1)</sup>	63,4	66,8	70,3
Valor de los activos de CDS (USD millones)	51,3	54,7	58,2
EV / Ventas 2013 <sup>(2)</sup>	0,44 x	0,47 x	0,50 x
EV / EBITDA 2013 <sup>(3)</sup>	2,63 x	2,81 x	2,99 x
EV / Capacidad instalada (USD miles) <sup>(4)</sup>	58,9	62,9	66,9

(1) Considera la caja y equivalentes a caja de CDS a junio de 2014, según información entregada por la Compañía, más la caja de CDS generada luego de la Operación Propuesta, correspondiente al diferencial entre ARS 125,0 millones y ARS 88,1 millones

(2) Enterprise value sobre ventas de los últimos doce meses a diciembre de 2013

(3) Enterprise value sobre EBITDA de los últimos doce meses a diciembre de 2013

(4) Enterprise value sobre la capacidad instalada diciembre de 2013, ésta última correspondiente a 870 MW

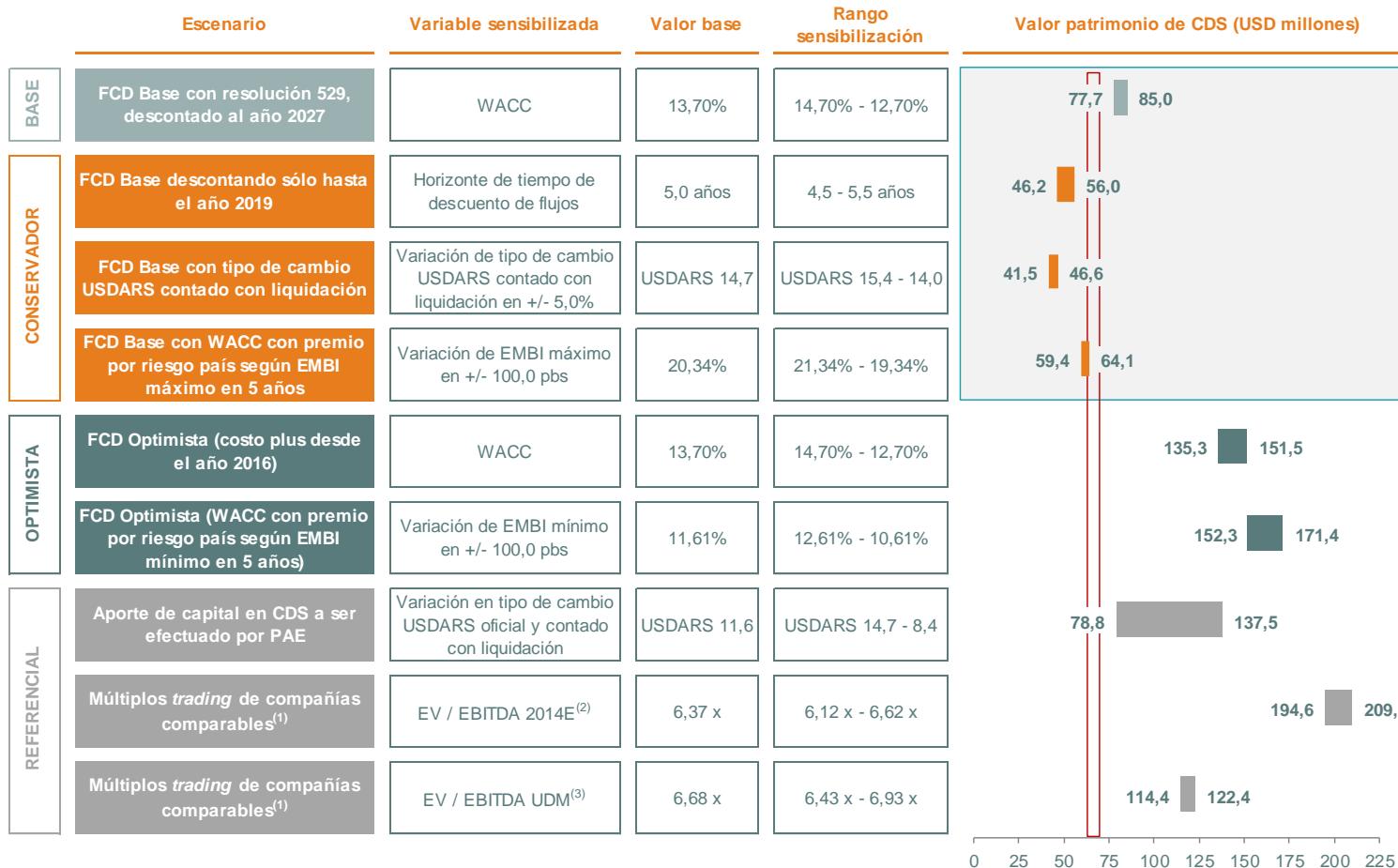
# Valorización de CDS

## Sensibilización del valor del patrimonio de CDS

IMTrust

CREDICORP  
capital

- De manera referencial, a continuación se muestra una sensibilización del valor del patrimonio de CDS ante los distintos escenarios evaluados



(1) Múltiplos *trading* de compañías del sector de energía en Argentina. Para más detalle, ver anexos. Fuente: Capital IQ e IM Trust

(2) EV / EBITDA esperado para el año 2014

(3) UDM: últimos doce meses a junio de 2014

- Metodologías utilizadas para la valorización de CDS
- Rango de valor del patrimonio de CDS definido por IM Trust, entre USD 63,4 y 70,3 millones

# Valorización de los Créditos

## Estimación del valor de los Créditos para Enersis

IMTrust

CREDICORP  
capital

ICP Capital Doméstico | IMTrust

- Bajo la siguiente metodología, se define el valor de los Créditos para Enersis



- En base a lo anterior, el valor de mercado de los Créditos para Enersis estaría en un rango entre **USD 21,1 y 23,6 millones**
- Si el repago en efectivo por ARS 88,1 millones tuviera que ser convertido al tipo de cambio USDARS contado con liquidación<sup>(3)</sup>, el valor de los Créditos para Enersis estaría entre **USD 15,4 y 18,0 millones**

(1) Segundo tipo de cambio oficial USDARS al 26 de septiembre de 2014 de 8,42

(2) Según lo informado por la Compañía, corresponde a un 21,0% de impuesto gravado en Chile sobre la plusvalía generada entre el valor del capital del crédito a capitalizar (neto del repago parcial en efectivo por ARS 88,1 millones), correspondiente a USD 51,9 millones según el tipo de cambio USDARS de 6,521 al 31 de diciembre de 2013, y el valor de adquisición de los Créditos excluyendo el repago en efectivo de ARS 88,1 millones, más un 0,5% de impuesto anual en Argentina sobre el valor del capital del crédito a capitalizar (neto del repago parcial por ARS 88,1 millones). Este último impuesto fue descontado hasta el año 2027 a una tasa de descuento en USD de 8,29%, correspondiente a la tasa de descuento estimada por IM Trust para Enersis

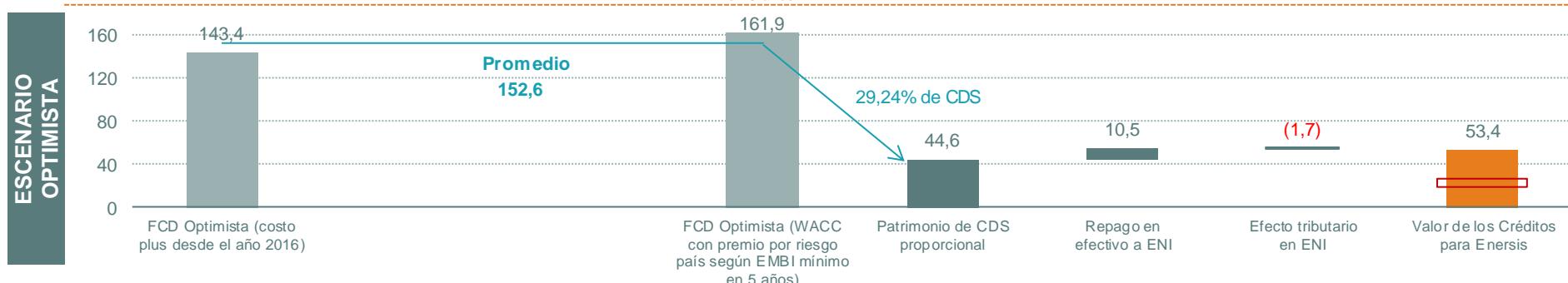
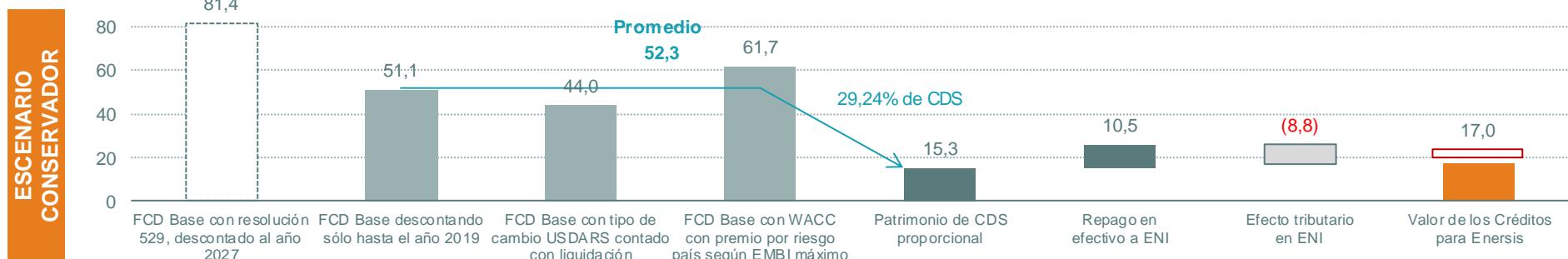
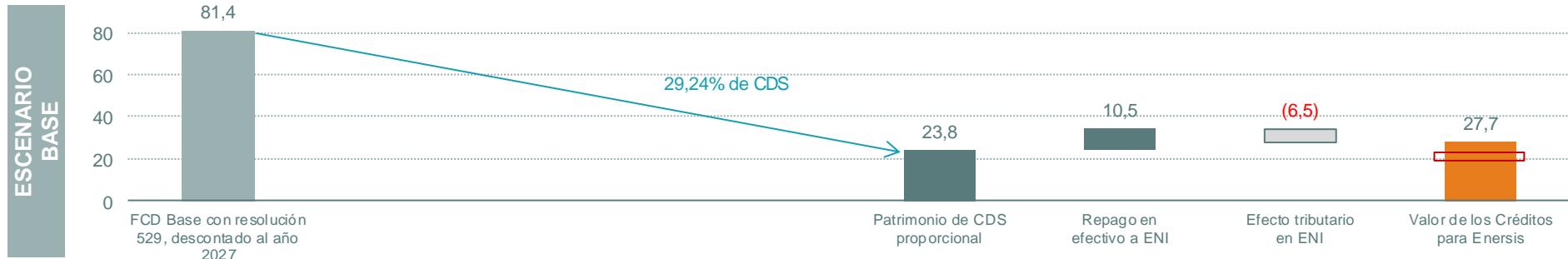
(3) Tipo de cambio USDARS contado con liquidación de 14,69, al 26 de septiembre de 2014

# Valorización de los Créditos

## Sensibilización del valor de los Créditos para Enersis

- De manera referencial, a continuación se muestra una sensibilización del valor de los Créditos para Enersis ante distintos escenarios definidos

Rango de valor de los Créditos definido por IM Trust, entre USD 21,1 y 23,6 millones



# Contexto de la Operación Propuesta para Enersis

IMTrust

 CREDICORP capital  
HEP Capital | Enersis | IMTrust

- Con el fin de evaluar si la Operación Propuesta contribuye al interés social de Enersis, en complemento al análisis sobre el valor de los Créditos para Enersis, se ha considerado: (i) posibles impactos para Enersis de desestimar la Operación Propuesta, y (ii) el sentido estratégico para Enersis de la Operación Propuesta
- Las principales conclusiones sobre estos puntos son los siguientes:

## Impacto para Enersis de desestimar la Operación Propuesta

- Se identifican dos posibles escenarios alternativos para la Compañía que se pueden originar por desestimar la Operación Propuesta:
  - i. **La liquidación de CDS:** el principal impacto para Enersis, en adición a la extinción de CDS, sería contabilizar un resultado positivo de ~ USD 41 millones en sus libros contables, sin que se genere un efecto tributario al respecto
  - ii. **La restitución del patrimonio de CDS a través de un proceso de capitalización en la que no participaría Enersis:** el principal impacto para Enersis sería una dilución de su participación en IDS, lo cual podría afectar significativamente la injerencia que Enersis pueda tener sobre el control y las principales decisiones corporativas de IDS y CDS
    - En un escenario hipotético en el cual ELA capitalice directamente los Créditos en CDS o venda a un tercero y éste capitalice, y se respeten las demás condiciones del Acuerdo de Capitalización, Enersis podría ver reducida su participación indirecta en CDS al 11%

## Consideraciones estratégicas para Enersis

- Enersis es un actor relevante del mercado eléctrico argentino, y por ende su decisión de participar en la Operación Propuesta debiera ser analizada en base a su estrategia integral con respecto a sus operaciones en Argentina
- Las recientes medidas que se vienen implementando en el sector eléctrico argentino podrían ofrecer un contexto regulatorio más favorable para el sector, basándose en un criterio de transición a costo plus, el cual podría afectar positivamente los resultados a futuro de las empresas de generación eléctrica que operan en Argentina
- La central de CDS es un activo importante para el sistema argentino de generación eléctrica por lo cual, ante una mejora en el contexto regulatorio y de mercado en el sector, los activos de CDS se podrían re-valorizar significativamente
  - En base al escenario optimista analizado en este Informe, el valor del patrimonio de CDS podría ser hasta un 130% superior al rango de valor definido en este Informe, y el valor de los Créditos hasta un 141% superior al valor definido en este Informe

# Conclusiones del Informe

IMTrust

 CREDICORP  
capital  
HEP Capital | Enersis | IMTrust

- El objetivo de este Informe es el de evaluar la Operación Propuesta bajo dos criterios básicos:
  1. Una estimación del valor de mercado de los Créditos a ser adquiridos a ELA por Enersis
  2. Un análisis de si la Operación Propuesta contribuye al interés social de Enersis
- Estimamos que el valor de mercado de los Créditos para Enersis se encuentra en un rango de USD 21,1 y 23,6 millones<sup>(1)</sup>
  - Esto de deriva de una estimación del valor patrimonial de CDS entre USD 63,4 y 70,3 millones consistente con el contexto de mercado, macroeconómico y regulatorio actual en Argentina
  - La valorización también considera los impactos tributarios que la Operación Propuesta generaría en Enersis por la capitalización de los Créditos
  - La valorización de los Créditos asume que se cumplen oportunamente todos los pasos de la Operación Propuesta
- Estimamos que la Operación Propuesta contribuye al interés social de Enersis si consideramos lo siguiente:
  - El impacto de una eventual desestimación de la Operación Propuesta podría tener consecuencias neutras o negativas para Enersis:
    - En caso de liquidación de CDS e IDS asumiendo un valor de liquidación de cero, se produciría para Enersis un resultado contable positivo de aproximadamente USD 41 millones, pero no tendría impacto en caja
    - En caso de una capitalización de CDS e IDS sin la participación de Enersis, se produciría una dilución de la participación de Enersis en CDS, lo cual reduciría significativamente la injerencia que Enersis pueda tener sobre las principales decisiones corporativas de IDS y CDS
  - Por otra parte, la Operación Propuesta tendría un sentido estratégico para Enersis si se considera lo siguiente:
    - Enersis tiene una presencia relevante en el mercado energético argentino que va más allá de su participación en CDS, por lo cual la decisión de participar en o desestimar la Operación Propuesta podría afectar su estrategia integral con respecto a sus operaciones en Argentina (cabe precisar que a través de la Operación Propuesta Enersis estaría ratificando su participación en CDS, mas no incrementándola)
    - Las recientes medidas que se vienen implementando en el sector eléctrico argentino, basadas en un criterio de transición a costo plus, podrían ofrecer un contexto regulatorio más favorable para el sector, el cual podría afectar positivamente los resultados a futuro y disminuir el riesgo de las empresas de generación eléctrica que operan en Argentina, incluyendo a CDS
    - La central de CDS es un activo técnicamente eficiente que opera en forma normal y que es importante para el sistema argentino de generación eléctrica por lo cual, ante una mejora en el contexto regulatorio y de mercado en el sector, los activos de CDS se podrían re-valorizar significativamente
- En base a lo anterior, concluimos que en caso que Enersis adquiera los Créditos a un precio no superior al rango indicado previamente, la Operación Propuesta contribuye al interés social de la Compañía

(1) En la obtención del rango de valor de los Créditos para Enersis se considera que el repago en efectivo por ARS 88,1 millones es convertido según el tipo de cambio USDARS oficial (8,42 al 26 de septiembre de 2014). Si el repago en efectivo tuviera que ser convertido al tipo de cambio USDARS contado con liquidación (14,69 al 26 de septiembre de 2014), el valor de los Créditos para Enersis estaría entre USD 15,4 y 18,0 millones

## DESCRIPCIÓN DE CENTRAL DOCK SUD

2

# Descripción general

IMTrust

CREDICORP  
capital  
HEP Capital | Credicorp | IMTrust

- Ubicada en Avellaneda, Buenos Aires, CDS es una central termoeléctrica que cuenta con 870 MW de capacidad instalada, mediante un ciclo combinado y dos turbinas a gas
- A junio de 2014, CDS tiene un 2,8% del total de capacidad instalada del país y un 4,5% del total térmico<sup>(1)</sup>

## Ubicación



## Principales activos

### Ciclo combinado:

- Componentes:** 2 turbinas a gas, calderas de recuperación, turbina a vapor, generadores y transformadores
- Capacidad instalada:** 797,5 MW
- Fabricante:** ABB (actualmente Alstom)
- Combustible:** Dual (gas / gas oil / biodiesel)
- Año inicio operaciones:** 2001

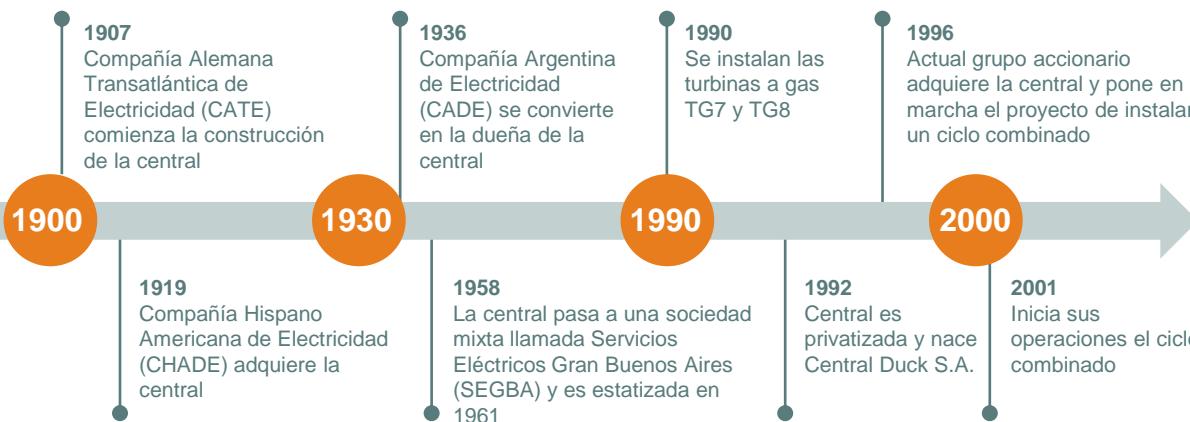
### Turbinas de gas:

- Componentes:** 2 turbinas a gas de ciclo abierto
- Capacidad instalada:** 72,0 MW
- Fabricantes:** AEG Kanis y Alstom
- Combustible:** Dual (gas / gas oil)
- Año inicio operaciones:** 1990

### Otros relevantes:

- Tanques de almacenamiento
- Planta de tratamiento de efluentes
- Sistemas de apoyo

## Hitos relevantes



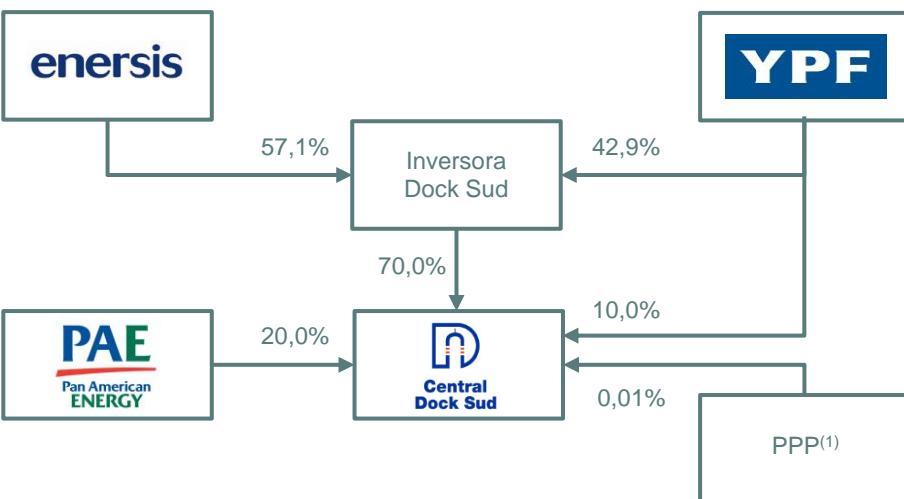
(1) Fuente: Cammesa

# Propiedad y desempeño operativo

IMTrust

CREDICORP  
capital  
IEP Capital | Credicorp | IMTrust

Estructura de propiedad actual

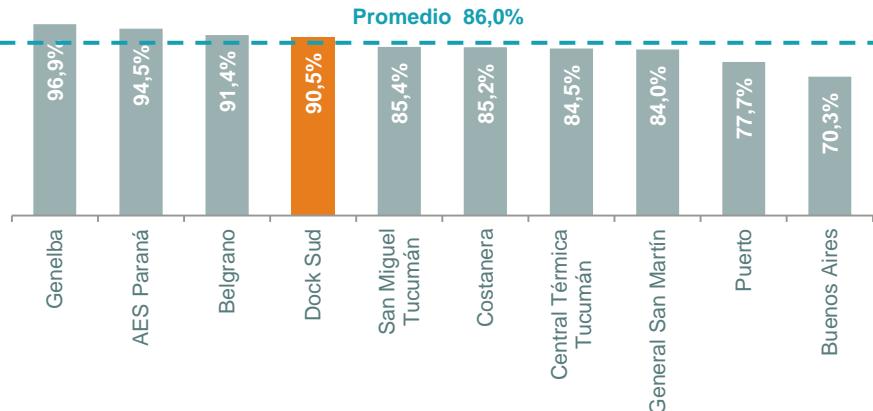


Situación operativa<sup>(2)</sup>

	Activo <sup>(3)</sup>	Unidad	2011	2012	2013	Junio 2014
Generación	CC	GWh	5.140	3.909	4.834	2.448
	TG	GWh	12	24	67	29
Venta de potencia	CC	GW-hrp <sup>(4)</sup>	3.272	2.278	2.845	1.389
	TG	GW-hrp <sup>(4)</sup>	98	157	193	66
Factor de carga	CC	%	76%	58%	71%	72%
	TG	%	2%	4%	11%	9%
Disponibilidad	CC	%	94%	82%	88%	91%
	TG	%	44%	64%	51%	45%

- El año 2012, la generación cayó debido principalmente al mantenimiento mayor que se realizó en el ciclo combinado

Disponibilidad de ciclo combinado promedio 2010 a 2012<sup>(2)</sup>



## YPF

- Controlada por el estado argentino
- Principal productora de hidrocarburos de Argentina, con más de un 35% del mercado de petróleo y gas

## Pan American Energy ("PAE")

- Empresa de exploración y producción de hidrocarburos, con actividades en Argentina, Bolivia, Chile y Uruguay
- Segunda productora de petróleo y gas de Argentina
- Sus socios son British Petroleum (60% de la propiedad), la familia Bulgheroni (20%) y la empresa china CNOOC (20%)

(1) Programa de Propiedad Participada

(2) Fuente: la Compañía

(3) CC: ciclo combinado / TG: turbina a gas

(4) GWh-hrp: GWh generado en hora de remuneración de potencia

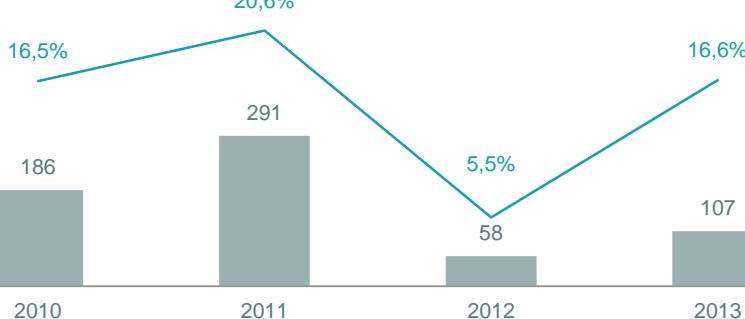
# Resumen financiero<sup>(1)</sup>

IMTrust

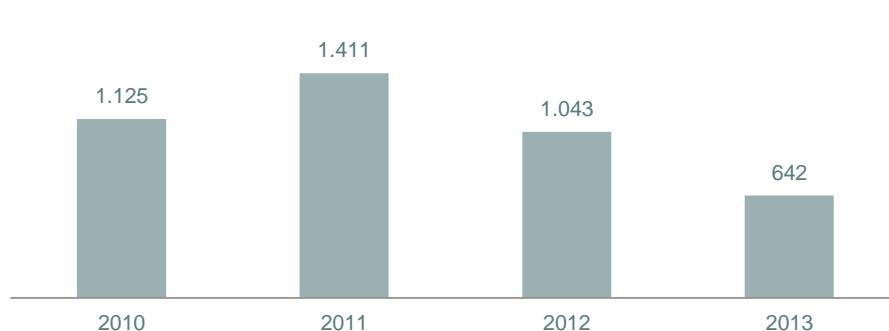
CREDICORP  
capital  
CDS Capital Demand IM Trust

- El EBITDA del año 2013 mejora debido principalmente al nuevo esquema de remuneraciones asociado a la implementación de la resolución 95
- El resultado después de impuesto del año 2013 se explica en gran medida por un resultado no operacional, que se compone en un 81% por los resultado financieros por tenencia
  - Luego de la Operación Propuesta, los gastos financieros no serían de aplicación, considerando que CDS habría capitalizado el total de sus acreencias financieras

EBITDA<sup>(2)</sup> (ARS millones) y margen EBITDA (%)



Ingresos (ARS millones)



Resultado no operacional<sup>(3)</sup> (ARS millones) y resultado después de impuesto (ARS millones)



(1) Fuente: la Compañía. Cifras al 2013 según EEFF de CDS preliminares entregados por la Compañía, aún sujetos a aprobación de la junta de accionistas de CDS

(2) Ingresos – Costos de Operación – Gastos de Ventas + Depreciación

(3) Resultado financieros y por tenencia + Otros ingresos / (egresos) + Efecto de acciones preferidas a rescatar

## DESCRIPCIÓN DEL SECTOR DE GENERACIÓN ELÉCTRICO EN ARGENTINA

3

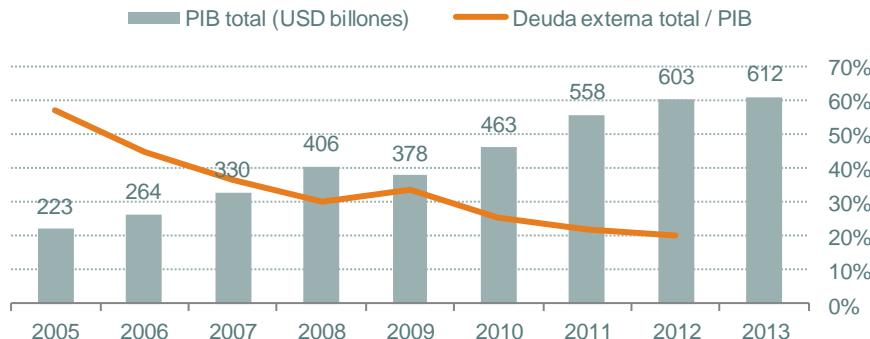
# Visión general de Argentina

IMTrust

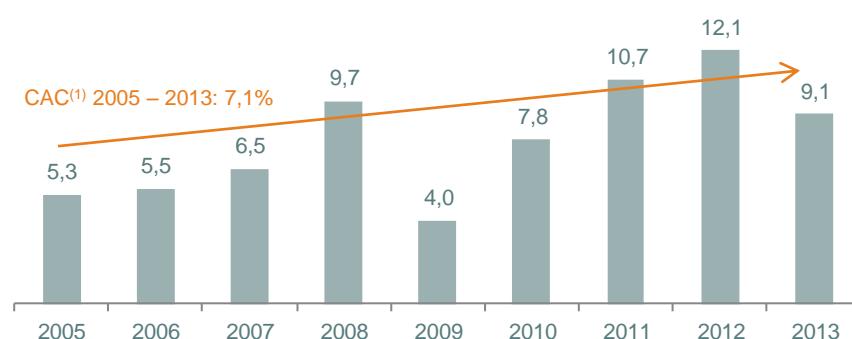
CREDICORP  
capital  
IEP Capital | Credicorp | IMTrust

- País con 41,5 millones de habitantes (casi 13 millones en Buenos Aires), con potencial demográfico y recursos naturales
- En 2015 hay elecciones presidenciales y renovaciones parciales legislativas

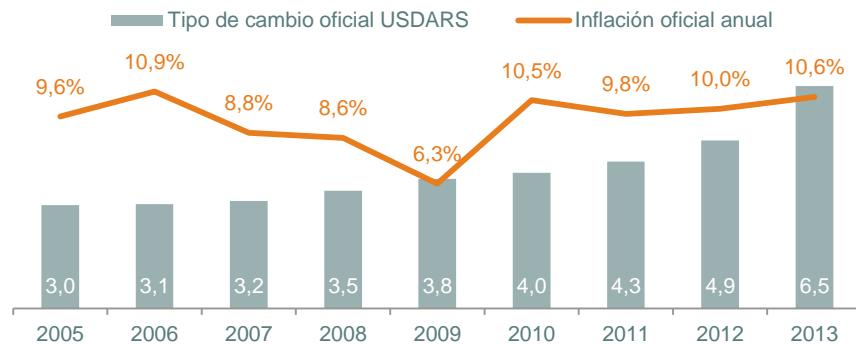
PIB total (USD billones) y deuda externa / PIB total (%)



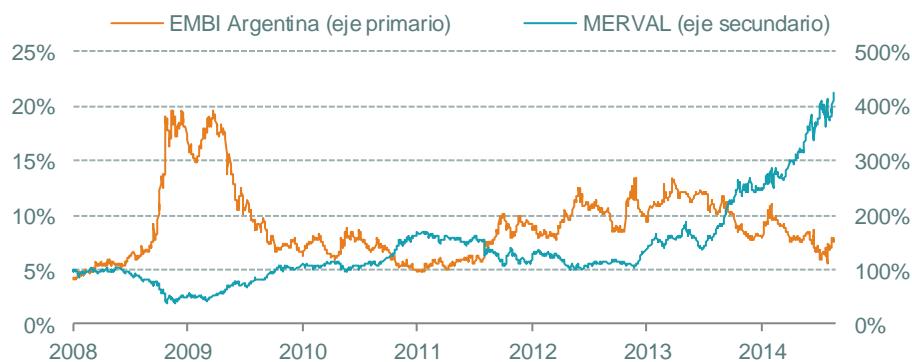
Inversión extranjera (USD billones)



Inflación anual en Argentina y tipo de cambio USDARS



EMBI<sup>(2)</sup> e índice Merval



(1) Crecimiento anual compuesto

(2) EMBI: Emerging Markets Bonds Index

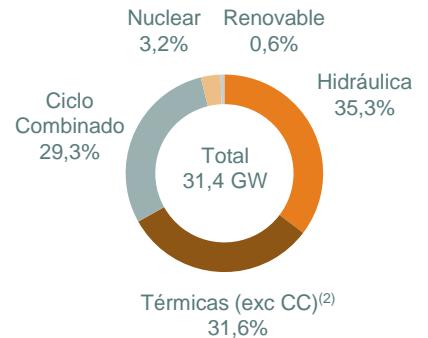
Fuente: Banco Mundial y Bloomberg

# Descripción del sector eléctrico argentino

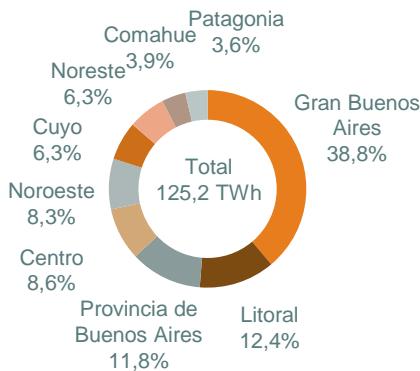
IMTrust

CREDICORP  
capital  
IEP Capital | Comisión | IMTrust

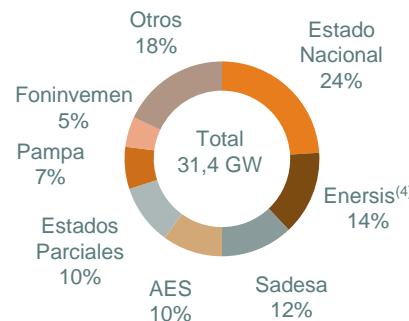
Capacidad instalada por tipo a junio de 2014<sup>(1)</sup>



Demanda por zona 2013<sup>(1)</sup>



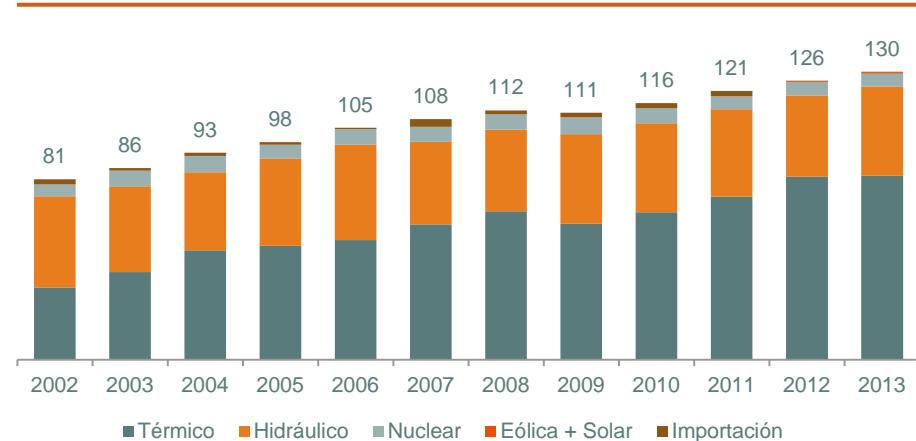
Capacidad instalada por grupo a junio de 2014<sup>(3)</sup>



Capacidad instalada por país en Latinoamérica 2011<sup>(5)</sup>



Generación eléctrica por tipo (TWh)<sup>(1)</sup>



(1) Fuente: Cammesa

(2) Otras térmicas incluyen centrales Turbo Vapor, Turbina Gas y Motor Diesel

(3) Fuente: la Compañía

(4) Incluye a CDS que tiene el 2,8% del total

(5) Fuente: Organización Latinoamericana de Energía (OLADE)

Conexión eléctrica en Argentina

## Transmisión

- La transmisión eléctrica en Argentina se realiza principalmente a través de la red del Sistema Argentino de Interconexión (SADI), el cual consta de aproximadamente 28.000 km de líneas de alta tensión que cubren la mayor parte del territorio argentino
- Este sistema es operado por un total de 11 empresas que se agrupan en la Asociación de Transportistas de Energía Eléctrica de la República Argentina (ATEERA)

## Distribución

- La distribución eléctrica en Argentina es realizada principalmente por la Asociación de Distribuidores de Energía Eléctrica de la República Argentina (ADEERA)
- Esta Asociación agrupa a 44 empresas que operan el 76% de la energía eléctrica que se consume en Argentina

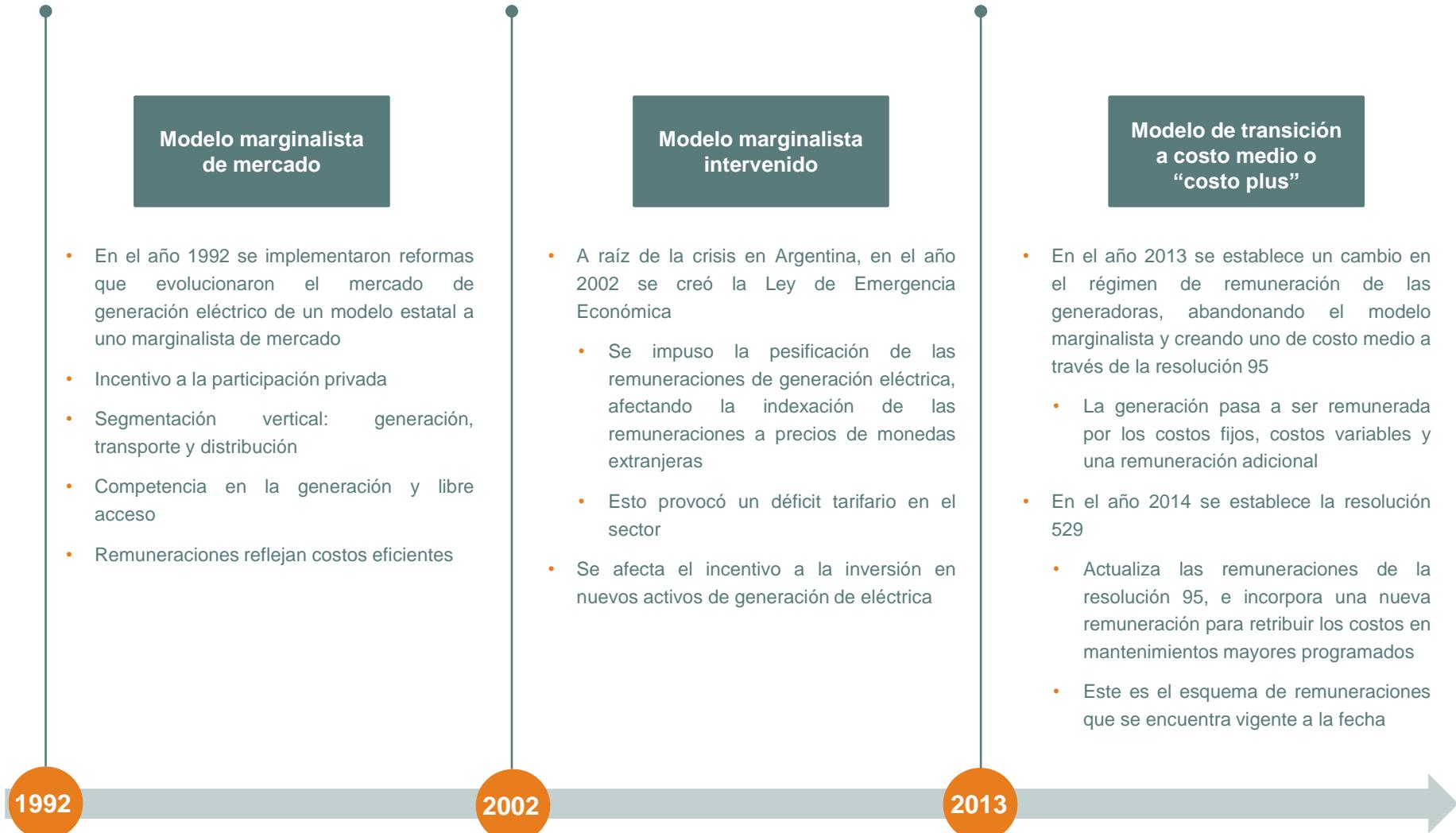
# Esquema del funcionamiento del mercado mayorista eléctrico argentino<sup>(1)</sup>



- Cammesa es el único comprador y vendedor, salvo contratos por fuera autorizados por Cammesa con la regulación vigente
- La Secretaría de Energía, que depende del Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios, es la responsable de fijar las políticas energéticas del gobierno
- El Ente Nacional Regulador de la Electricidad (ENRE) es un organismo independiente dentro de la Secretaría de Energía encargado de regular la actividad eléctrica y supervisar a las empresas del sector

(1) Fuente: Cammesa

# Evolución del marco regulatorio



# Esquema de remuneración en generación

Resolución 95  
(entrada en vigencia en febrero de 2013)



Resolución 529  
(entrada en vigencia en febrero de 2014)



- Las remuneraciones por costos fijos, variables y adicionales en la resolución 529 actualizan las remuneraciones de la resolución 95 y además incluyen una remuneración adicional por mantenimientos mayores programados (MAPRO)
- El pago diferido se hace a un fideicomiso para financiar nuevos proyectos de generación, que una vez en operación, dicho pago diferido es transferido a la compañía generadora asumiendo un retorno sobre el capital

(1) Aumento en la remuneración se basa en la categoría de tarifas aplicables a un ciclo combinado de las características de CDS

ANÁLISIS REALIZADO

4

VALORIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS PARA ENERSIS

4a

## VALORIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS PARA ENERSIS

### i. Esquema de valorización

4a

# Esquema de valorización de los Créditos para Enersis

- En la figura de la derecha se muestra el esquema a seguir para determinar el valor de los Créditos para Enersis
- El esquema se deriva del supuesto que los Créditos son adquiridos en el marco del Acuerdo de Capitalización y la Operación Propuesta. En tal sentido, al evaluar el valor de los Créditos para Enersis se entiende que:
  - La adquisición de los Créditos está condicionada a lo planteado en el Acuerdo de Capitalización y la Operación Propuesta, y
  - Que la Operación Propuesta se lleva a cabo en su totalidad y oportunamente, sin riesgo de ejecución
- Como se muestra en el esquema, el valor de los Créditos se compone por:
  - El 29,24% del valor del patrimonio de CDS:** Según el Acuerdo de Capitalización, la capitalización del valor nominal de los Créditos representaría un 29,24% del patrimonio de CDS post Operación Propuesta
  - ARS 88,1 millones a ser repagados a Enersis:** Según el Acuerdo de Capitalización, al adquirir los Créditos, Enersis recibiría un pago en efectivo de ARS 88,1 millones de CDS por concepto de amortización parcial de los Créditos, el cual no sería objeto de capitalización
  - Efectos tributarios:** La Operación Propuesta generaría efectos tributarios que tendrían un impacto en los resultados de Enersis, y que por ende se descuentan del valor de los Créditos

## Esquema de valorización de los Créditos para Enersis

### VALOR DE LOS CRÉDITOS PARA ENERSIS

(+)

Valor del patrimonio de CDS

X

Porcentaje de la propiedad de CDS derivada de la capitalización de los Créditos: 29,24%

(+)

Repago parcial de los Créditos, equivalente a ARS 88,1 millones, a ser pagado en efectivo por CDS a favor del titular de los Créditos

(+/-)

Efectos tributarios relacionados a la Operación Propuesta que impactarían a Enersis

## VALORIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS PARA ENERSIS

### ii. Valorización de Central Dock Sud

4a

# Flujos de caja descontados (FCD)

## Escenarios definidos

IMTrust

 CREDICORP  
Capital

- Se definieron tres escenarios para la valorización de CDS, todos valorizados a través de FCD
  - 1. **Escenario Base:** se tomó como referencia el FCD Base (ver página siguiente)
  - 2. **Escenario Conservador:** se tomó como referencia una serie de sensibilizaciones conservadoras del FCD Base
  - 3. **Escenario Optimista:** se tomó como referencial el FCD Optimista (ver página siguiente) y una sensibilización optimista del mismo
- Para dichos escenarios, se tomaron los resultados de FCD que se detallan a continuación:

### Escenario Base

1. Se tomó el FCD Base, según los criterios de proyección que se describen en la página siguiente

### Escenario Conservador

- Se realizaron tres sensibilidades al FCD Base:
  1. Flujos descontados solo hasta el año 2019
  2. Tipo de cambio USDARS contado con liquidación para el año 2014<sup>(1)</sup>. Para años siguientes, tipo de cambio se ajusta según diferencial de inflación argentina y estadounidense
  3. Tasa de descuento, considerando el EMBI máximo de los últimos 5 años<sup>(2)</sup> como el premio por riesgo de Argentina

### Escenario Optimista

1. Se tomó el FCD Optimista, según los criterios de proyección que se describen en la página siguiente
2. Adicionalmente, se realizó una sensibilización al FCD Optimista:
  - Tasa de descuento, considerando el EMBI mínimo de los últimos 5 años<sup>(3)</sup> como el premio por riesgo de Argentina

(1) Tipo de cambio USDARS contado con liquidación correspondiente a 14,69, al 26 de septiembre de 2014

(2) EMBI (Emerging Markets Bonds Index) máximo en los últimos 5 años equivalente a 13,48% el 26 de noviembre de 2012. Fuente: Bloomberg

(3) EMBI mínimo en los últimos 5 años equivalente a 4,75% el 18 de enero de 2011. Fuente: Bloomberg

# Flujos de caja descontados (FCD)

## Criterios de proyección según escenario definido

IMTrust

CREDICORP  
capital

- A continuación se muestran los principales criterios de proyección para el FCD Base y el FCD Optimista, y sus sensibilidades según escenario:

FCD Base		FCD Optimista
Escenario Base	Escenario Conservador	Escenario Optimista
Remuneraciones aplicables	<ul style="list-style-type: none"> <li>Resolución 529<sup>(1)</sup>, con remuneraciones ajustadas anualmente por la inflación de Argentina</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Resolución 95<sup>(2)</sup> hasta el año 2015 y Costo Plus<sup>(3)</sup> desde el 2016 en adelante. Remuneraciones ajustadas por inflación de Argentina</li> </ul>
Supuesto macroeconómico	<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflación argentina proyectada por Bloomberg (año 2014 a 2016) e IM Trust (2017 en adelante)</li> <li>Tipo de cambio USDARS según diferencial de inflación argentina y estadounidense</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflación argentina y tipo de cambio USDARS según proyecciones de la Compañía</li> </ul>
Horizonte de inversión y valor terminal	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hasta el año 2027 (término vida útil de CDS)</li> <li>Valor terminal: USD 10,3 millones, correspondiente al terreno de la central</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hasta el año 2027 (término vida útil de CDS) y sensibilización a 5 años de proyección</li> <li>Valor terminal: USD 10,3 millones, correspondiente al terreno de la central</li> </ul>
Tasa de descuento (WACC)	<ul style="list-style-type: none"> <li>WACC en USD de 13,70%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>WACC en USD de 13,70% y sensibilización a WACC con EMBI máximo, equivalente a 20,34%</li> </ul>
Costos fijos y variables	<ul style="list-style-type: none"> <li>Según información entregada por la Compañía e indexados a la inflación argentina proyectada según correspondiera</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Según información entregada por la Compañía</li> </ul>
Inversiones (capex)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Según información entregada por la Compañía</li> </ul>	
Requerimiento de capital de trabajo	<ul style="list-style-type: none"> <li>Según información entregada por la Compañía, ajustando de acuerdo a las remuneraciones por fideicomisos y por mantenimientos mayores programados (MAPRO)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Según información entregada por la Compañía</li> </ul>
Ingresos por fideicomisos	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ingresos por concepto de FONINVEMEN (Belgrano CTMB y San Martín CTSM) y VOSA (Central Vuelta de Obligado), según cuotas de pagos programadas informadas por la Compañía</li> </ul>	

(1) Resolución publicada por la Secretaría de Energía el 23 de mayo de 2014 en el Boletín Oficial, en la cual fueron autorizadas las nuevas tarifas para las generadoras eléctricas, retroactivas a febrero de 2014

(2) Resolución publicada por la Secretaría de Energía el 22 de marzo de 2013 en el Boletín Oficial, en la cual fueron autorizadas las nuevas tarifas para las generadoras eléctricas, retroactivas a febrero de 2013

(3) El esquema de remuneración llamado Costo Plus se toma en base a lo consultado a la Compañía, considerando que no existe una normativa formal que regule sus términos y condiciones ni su posible entrada en vigencia

# Flujos de caja descontados (FCD)

## Metodología de valorización y tasa de descuento

IMTrust

CREDICORP  
capital  
IEP Capital | Credicorp | IM Trust

### Metodología de valorización por FCD

- El FCD Base y FCD Optimista fueron valorizados a través de la siguiente metodología por FCD:



### Tasa de descuento (WACC)

	Fuente
Tasa libre de riesgo USD a 20 años	2,99% Bloomberg
EMBI Argentina	6,84% Bloomberg e IM Trust
Impuesto corporativo en Argentina	35,00% KPMG
<b>Beta activos</b>	<b>0,55</b> Bloomberg e IM Trust
Deuda / capitalización	0,00% IM Trust
<b>Beta patrimonio</b>	<b>0,55</b>
Premio por riesgo mercado	7,00% IM Trust
Premio por riesgo patrimonio	3,87%
<b>Costo del patrimonio</b>	<b>13,70%</b>
<b>WACC</b>	<b>13,70%</b>

- Moneda:** Dólar (USD)
- Beta activos:** muestra de 28 compañías locales e internacionales comparables a CDS, dedicadas a la generación eléctrica. Se consideró la regresión lineal entre la variación mensual de los últimos 5 años entre el precio por acción de cada compañía en moneda local y el principal índice bursátil del país donde transa
- Deuda / capitalización:** se asume que luego de la capitalización de los Créditos, CDS no tomará nueva deuda

(1) GAV: gastos de administración y ventas; D&A: depreciación y amortización

(2) Dado que CDS no tendría deuda financiera luego de la capitalización de los Créditos, sólo se considera la caja a junio de 2014, según información entregada por la Compañía, más la caja generada luego de la Operación Propuesta, correspondiente al diferencial entre ARS 125,0 millones y ARS 88,1 millones

- Adicionalmente, se realizó una valorización referencial (en adelante la “Valorización Referencial”) de CDS, mediante las siguientes metodologías:

## Valorización Referencial

1. Valorización implícita derivada del aporte de capital a ser efectuado por PAE en el marco del Acuerdo de Capitalización
  - PAE aportaría al capital de CDS ARS 125,0 millones en créditos comerciales y/o efectivo, a cambio del 10,79% de la propiedad. Esto implica un valor total del patrimonio de CDS de ARS 1.158 millones
  - Para llevar la valorización a USD, se sensibilizó según el tipo de cambio USDARS oficial y contado con liquidación
2. Valorización utilizando múltiplos *trading* de empresas comparables
  - Empresas relacionadas al sector de energía en Argentina y que operan principalmente en dicho país
  - Se consideraron las medianas de los múltiplo EV / EBITDA 2014E<sup>(1)</sup> y EV / EBITDA UDM<sup>(2)</sup> entre las empresas comparables de la muestra<sup>(3)</sup>, sensibilizando el valor en +/- 0,25 veces
    - EV / EBITDA 2014E: rango definido entre 6,12 y 6,62 veces
    - EV / EBITDA UDM: rango definido entre 6,43 y 6,93 veces

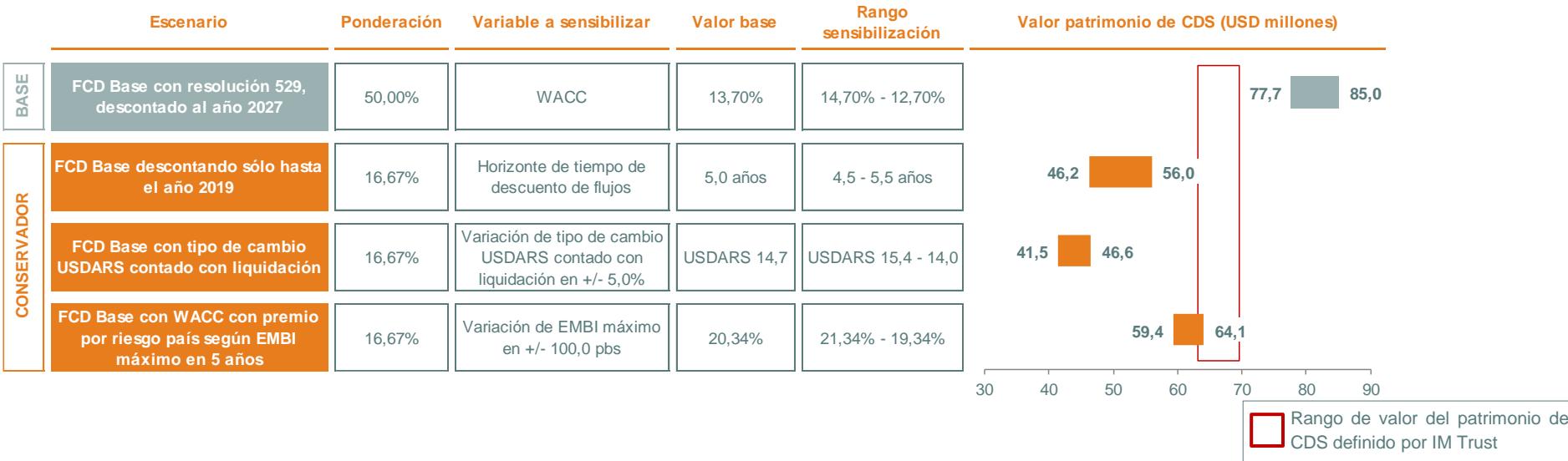
(1) Enterprise value / EBITDA del año 2014 esperado

(2) Enterprise value / EBITDA de los últimos doce meses a junio de 2014

(3) Para más detalle, ver anexos

# Valorización de CDS

## Estimación del valor del patrimonio de CDS



- Para estimar el rango de valor del patrimonio de CDS se consideraron los escenarios Base y Conservador, dejando de lado el escenario Optimista y la Valorización Referencial
- De acuerdo a la ponderación indicada para cada escenario, el rango de valor del patrimonio de CDS estaría entre **USD 63,4 y 70,3 millones**
- Consideramos que este rango debería ser consistente con un valor de mercado del patrimonio de CDS a la fecha, en caso CDS cotizara en bolsa o estuviere abierta a la entrada de inversionistas

### Múltiplos implícitos de valorización de CDS

Valor del patrimonio de CDS (USD millones) <sup>(1)</sup>	63,4	66,8	70,3
Valor de los activos de CDS (USD millones)	51,3	54,7	58,2
EV / Ventas 2013 <sup>(2)</sup>	0,44 x	0,47 x	0,50 x
EV / EBITDA 2013 <sup>(3)</sup>	2,63 x	2,81 x	2,99 x
EV / Capacidad instalada (USD miles) <sup>(4)</sup>	58,9	62,9	66,9

(1) Considera la caja y equivalentes a caja de CDS a junio de 2014, según información entregada por la Compañía, más la caja de CDS generada luego de la Operación Propuesta, correspondiente al diferencial entre ARS 125,0 millones y ARS 88,1 millones

(2) Enterprise value sobre ventas de los últimos doce meses a diciembre de 2013

(3) Enterprise value sobre EBITDA de los últimos doce meses a diciembre de 2013

(4) Enterprise value sobre la capacidad instalada diciembre de 2013, ésta última correspondiente a 870 MW

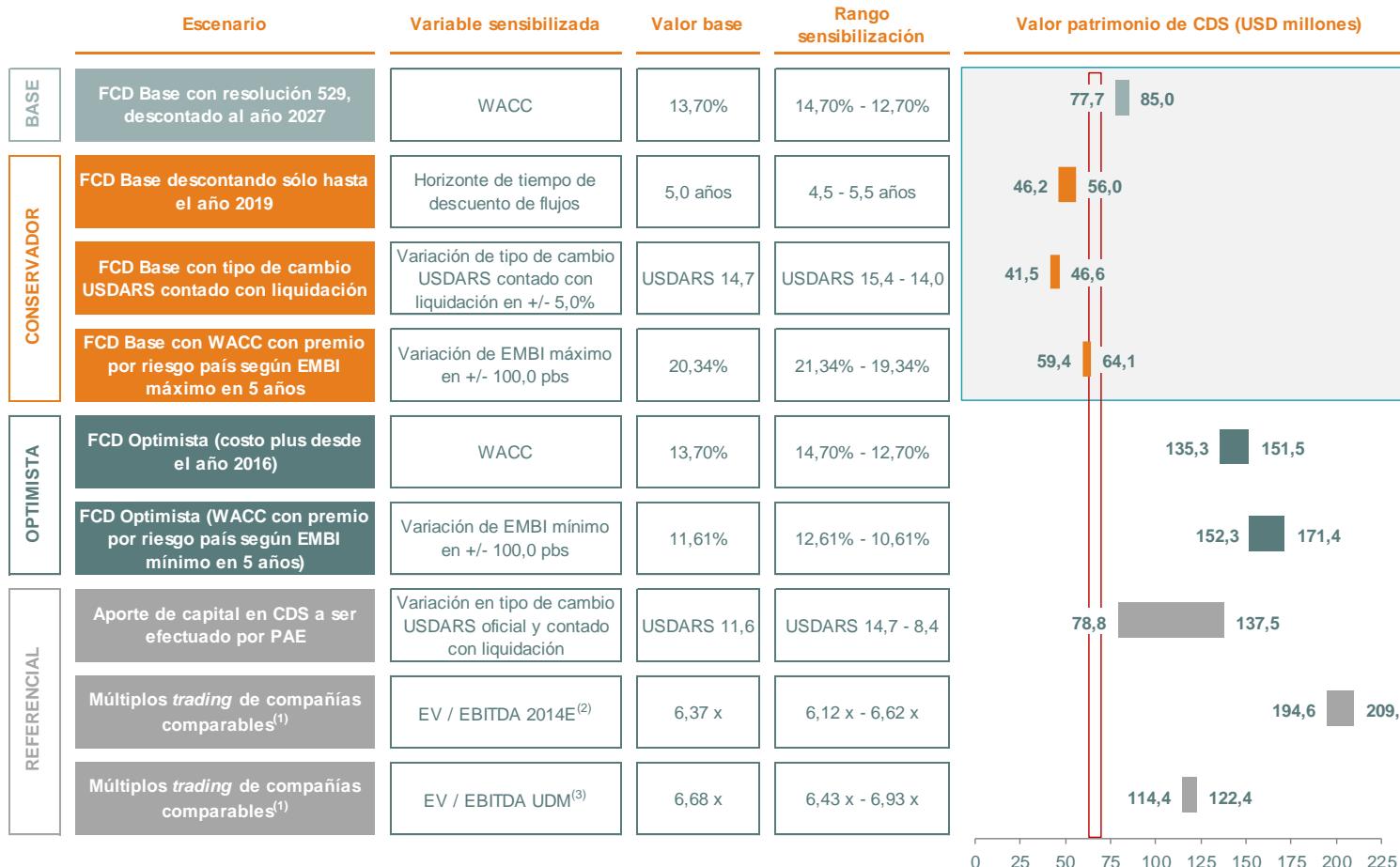
# Valorización de CDS

## Sensibilización del valor del patrimonio de CDS

IMTrust

CREDICORP  
capital  
HEP Capital Doméstico | IM Trust

- De manera referencial, a continuación se muestra una sensibilización del valor del patrimonio de CDS ante los distintos escenarios evaluados



(1) Múltiplos *trading* de compañías del sector de energía en Argentina. Para más detalle, ver anexos. Fuente: Capital IQ e IM Trust

(2) EV / EBITDA esperado para el año 2014

(3) UDM: últimos doce meses a junio de 2014

Metodologías utilizadas para la valorización de CDS  
Rango de valor del patrimonio de CDS definido por IM Trust, entre USD 63,4 y 70,3 millones

## VALORIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS PARA ENERSIS

### iii. Consideraciones adicionales

4a

# Consideraciones adicionales que afectan el valor de los Créditos

IMTrust

 CREDICORP capital  
HEP Capital | Chilean | IMTrust

- En base a la información provista por Enersis con respecto a la Operación Propuesta se han identificado los siguientes movimientos de flujos dinerarios que surgirían como consecuencia de la Operación Propuesta y que tendrían un impacto en los resultados de Enersis, por lo que deben ser considerados para determinar el valor de los Créditos para Enersis. Estas consideraciones son las siguientes:

Repago parcial de los Créditos  
(ARS 88,1 millones)

- Según el Acuerdo de Capitalización, al adquirir los Créditos, Enersis se vuelve acreedor a recibir un repago parcial de los Créditos por parte de CDS, el cual equivale a ARS 88,1 millones y no sería objeto de capitalización
- Dicho pago surge como un mecanismo de ajuste para que post-capitalización, las participaciones de los distintos grupos de accionistas en CDS se mantengan sustancialmente iguales: Enersis, ~ 40%; YPF, ~ 40%; PAE, ~ 20%; y provendría de PAE a través de la capitalización de efectivo y/o créditos comerciales en CDS
- El pago a Enersis se haría en efectivo y en pesos argentinos al momento de la capitalización de los Créditos
- Para fines de este Informe, según lo comunicado por Enersis, se asume que el pago (i) se pondría a libre disposición de Enersis oportunamente, (ii) podría ser convertido a USD al tipo de cambio oficial y (iii) transferido al extranjero sin restricciones ni limitaciones
- En resumen, se asume en este Informe que los ARS 88,1 millones (USD 10,5 millones<sup>(1)</sup>) significarían un ingreso dinerario positivo para Enersis, y por ende deben ser considerados dentro del valor de los Créditos para Enersis**

Impacto tributario de la Operación Propuesta

- En base a la información provista por Enersis con respecto al tratamiento tributario de las distintas fases de la Operación Propuesta, entendemos que los únicos impactos que razonablemente se esperaría que generen movimientos de flujos dinerarios en los resultados de Enersis a raíz de la Operación Propuesta, serían los siguientes:
  - Plusvalía por la capitalización de los Créditos (gravado en Chile):**  $21,0\%^{(2)} \times [(\text{valor nominal del capital de los Créditos} - \text{repago parcial de los Créditos}) - (\text{valor de adquisición del capital de los Créditos por Enersis} - \text{repago parcial de los Créditos})]$
  - Impuesto anual a la tenencia de acciones (gravado en Argentina):**  $0,5\% \times [\text{valor nominal del capital de los Créditos (neto del repago parcial de los ARS 88,1 millones)}]^{(3)}$
- En base a la información entregada por Enersis, entendemos que no habrían otros efectos tributarios que se originen a raíz de la Operación Propuesta y que se espere razonablemente que tengan un impacto de flujos dinerarios en los resultados de Enersis
- En tal sentido, los efectos tributarios antes indicados deberán ser descontados del valor de los Créditos para Enersis**

(1) Según tipo de cambio oficial USDARS al 26 de septiembre de 8,42

(2) Tasa de impuesto de 1ra categoría en Chile asumiendo la entrada en vigencia de reforma tributaria; entendemos que para cierto grupo de accionistas de Enersis la tasa integral aplicable podría ser de 35%

(3) Se asume un periodo de pago desde el año 2014 hasta el 2027

## VALORIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS PARA ENERSIS

### iv. Resumen de valorización de los Créditos para Enersis

4a

# Valorización de los Créditos

## Estimación del valor de los Créditos para Enersis

IMTrust

CREDICORP  
capital

ICP Capital Doméstico | IMTrust

- Bajo la siguiente metodología, se define el valor de los Créditos para Enersis



- En base a lo anterior, el valor de mercado de los Créditos para Enersis estaría en un rango entre **USD 21,1 y 23,6 millones**
- Si el repago en efectivo por ARS 88,1 millones tuviera que ser convertido al tipo de cambio USDARS contado con liquidación<sup>(3)</sup>, el valor de los Créditos para Enersis estaría entre **USD 15,4 y 18,0 millones**

(1) Segundo tipo de cambio oficial USDARS al 26 de septiembre de 2014 de 8,42

(2) Según lo informado por la Compañía, corresponde a un 21,0% de impuesto gravado en Chile sobre la plusvalía generada entre el valor del capital del crédito a capitalizar (neto del repago parcial en efectivo por ARS 88,1 millones), correspondiente a USD 51,9 millones según el tipo de cambio USDARS de 6,521 al 31 de diciembre de 2013, y el valor de adquisición de los Créditos excluyendo el repago en efectivo de ARS 88,1 millones, más un 0,5% de impuesto anual en Argentina sobre el valor del capital del crédito a capitalizar (neto del repago parcial por ARS 88,1 millones). Este último impuesto fue descontado hasta el año 2027 a una tasa de descuento en USD de 8,29%, correspondiente a la tasa de descuento estimada por IM Trust para Enersis

(3) Tipo de cambio USDARS contado con liquidación de 14,69, al 26 de septiembre de 2014

# Valorización de los Créditos

## Sensibilización del valor de los Créditos para Enersis

- De manera referencial, a continuación se muestra una sensibilización del valor de los Créditos para Enersis ante distintos escenarios definidos

Rango de valor de los Créditos definido por IM Trust, entre USD 21,1 y 23,6 millones



## CONTEXTO DE LA OPERACIÓN PROPUESTA PARA ENERSIS

4b

## CONTEXTO DE LA OPERACIÓN PROPUESTA PARA ENERSIS

### i. Impactos de desestimar la Operación Propuesta para Enersis

4b

# Impactos de desestimar la Operación Propuesta para Enersis

IMTrust

 CREDICORP  
capital  
HEP Capital | Credicorp | IMTrust

- Bajo el entendido que Enersis no tiene una obligación o compromiso para participar de la Operación Propuesta, para determinar si la misma contribuye al interés social de Enersis se deben también considerar los escenarios alternativos para la Compañía que se puedan originar por una eventual decisión de Enersis de no participar de la Operación Propuesta
- De la información revisada, se identifican dos posibles escenarios:
  - La liquidación de CDS bajo el supuesto que no se llega a un acuerdo alternativo entre los accionistas de CDS para restituir su situación patrimonial, o
  - La restitución del patrimonio de CDS a través de un proceso de capitalización en la que no participaría Enersis
- A continuación se presentan los principales impactos que ambos escenarios podrían tener en Enersis:

## Liquidación de CDS

- Enersis actualmente es accionista indirecto por el 40% de CDS
- Al 31 de diciembre de 2013<sup>(1)</sup>, CDS tiene pasivos por ARS 1.783 millones (USD 273 millones<sup>(2)</sup>), un patrimonio negativo de ARS 382 millones (USD 59 millones<sup>(2)</sup>) y un valor en libros de bienes en uso por ARS 647 millones (USD 99 millones<sup>(2)</sup>)
- Considerando el balance de situación de CDS y la limitada información sobre la liquidez de sus activos, se asume un valor de liquidación residual de cero para los accionistas de CDS
- **Bajo este supuesto, ante un escenario de liquidación de CDS e IDS, la Compañía estima que Enersis tendría que registrar un resultado contable positivo de ~ USD 41 millones<sup>(3)</sup>**

## Capitalización de CDS sin la participación de Enersis

- Ante un escenario de este tipo, la participación indirecta de Enersis del 40% en CDS podría diluirse a un monto que dependerá de los términos de la capitalización hipotética
- En línea con la posible dilución de su interés en CDS, Enersis podría ver reducida su injerencia sobre el control de IDS y CDS sobre los acuerdos esenciales de dichas sociedades
- **En un escenario hipotético en el cual ELA capitalice directamente los Créditos en CDS, y se respeten las demás condiciones del Acuerdo de Capitalización, Enersis podría ver reducida su participación indirecta en CDS al 11%**

(1) Cifras al 2013 según EEFF de CDS preliminares entregados por la Compañía, aún sujetos a aprobación de la junta de accionistas de CDS

(2) Tipo de cambio oficial USDARS al 31 de diciembre de 2013 de 6,521

(3) Entendemos que dicho monto se origina por la desapropiación de valor patrimonial de CDS/IDS (negativo de ~ USD 34 millones) y por la reversión de diferencias de conversión (negativo de ~ USD 7 millones)

## CONTEXTO DE LA OPERACIÓN PROPUESTA PARA ENERSIS

### ii. Consideraciones estratégicas de la Operación Propuesta para Enersis

4b

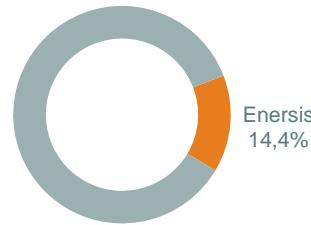
# Posicionamiento de Enersis en Argentina

IMTrust

CREDICORP  
capital  
HEP Capital Doméstico | IM Trust

- Enersis es un actor relevante del mercado eléctrico argentino con un rol importante en las actividades de generación y distribución
  - En generación, tiene un 14,4% de la capacidad instalada de Argentina<sup>(1)</sup>, a través de Hidroeléctrica El Chocón, Endesa Costanera y CDS
  - En distribución, las ventas 2013 de Enersis en Argentina representaron un 14,5% del total de ventas de distribución eléctrica en el país<sup>(1)</sup>, a través de su filial Edesur, que abastece la zona sur de Buenos Aires
- Actualmente Enersis es accionista indirecto de CDS con una participación de ~ 40%
  - A través de la Operación Propuesta, Enersis estaría manteniendo dicha participación en el marco de una operación (coordinada con los otros socios accionistas de CDS) para restituir el capital social de CDS
- Adicionalmente, las operaciones en Argentina representan el 8,8% del EBITDA total de Enersis del año 2013<sup>(2)</sup>
- Dentro de este contexto, la decisión específica de Enersis de participar o desestimar la Operación Propuesta debiera considerar la estrategia integral de la Compañía con respecto a sus operaciones en Argentina

## Participación de Enersis en la capacidad instalada de generación eléctrica de Argentina junio 2014<sup>(1)</sup>



- Capacidad instalada total en Argentina: 31.427 MW
- Capacidad instalada de ENI en Argentina:
  - Hidroeléctrica El Chocón: 1.328 MW
  - Endesa Costanera: 2.324 MW
  - CDS: 870 MW

## Participación de Enersis en las ventas de energía eléctrica en Argentina 2013<sup>(1)</sup>



- Ventas totales de energía eléctrica en Argentina: 125.220 GWh
- Ventas Edesur: 18.137 GWh

## EBITDA 2013 de Enersis según país<sup>(3)</sup>



- EBITDA total Enersis 2013: CLP 2.251 mil millones (USD 4.299 millones<sup>(3)</sup>)
- EBITDA de Enersis en Argentina: CLP 201 mil millones (USD 384 millones<sup>(3)</sup>)

(1) Fuente: Cammesa y documentos públicos de la Compañía

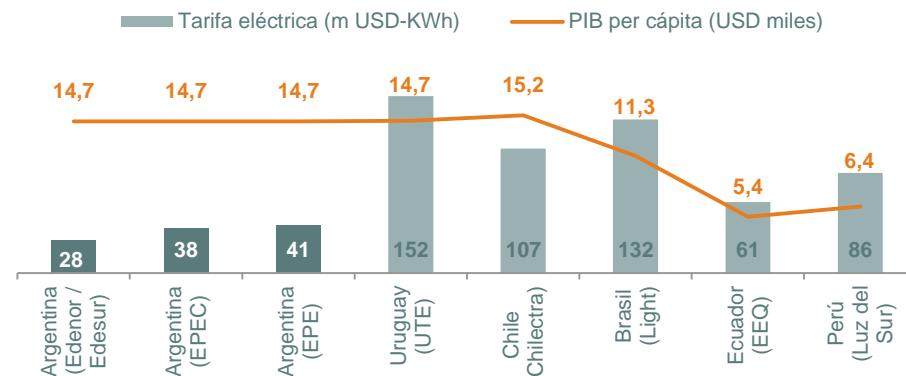
(2) Fuente: la Compañía

(3) Tipo de cambio de USDCLP 523,76, correspondiente al tipo al 31 de diciembre de 2013. Fuente: Banco Central de Chile

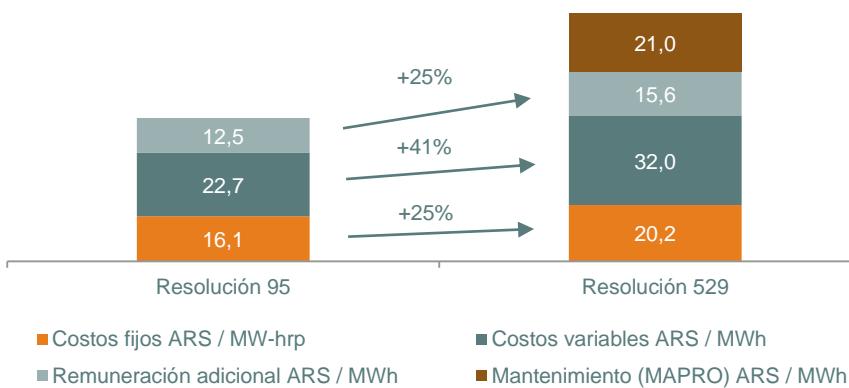
# Potencial mejora de las condiciones del sector eléctrico en Argentina

- En los años 90, el sector de generación eléctrica en Argentina se regía por un sistema marginalista con precios de mercado
- Durante la década del 2000, la crisis en Argentina provocó una serie de impactos sobre el sector de generación eléctrica en Argentina, incluyendo una intervención del sistema marginalista afectando la rentabilidad de las empresas de generación
- Como consecuencia de ello, al año 2012 Argentina muestra una de las menores tarifas eléctricas en relación al PIB per cápita comparativamente con otros países de la región (ver gráfico)
- A partir del año 2013, se modificó el sistema marginalista intervenido por uno de costo medio para la generación eléctrica, otorgando una serie de nuevas remuneraciones (resolución 95)
- Un año después, se incrementaron las tarifas con la resolución 529 en porcentajes cercanos a la inflación real del 2013, y se incluyó una nueva remuneración correspondiente a retribuir los costos de mantenimientos mayores (ver gráfico)
- Si bien las recientes reformas no corresponden al de un sistema marginalista (común en otros países de la región como Chile, Perú y Colombia), el sistema de costo medio que se viene implementando podría ofrecer un contexto regulatorio más favorable para el sector, basándose en un criterio de transición a costo plus, el cual podría afectar positivamente los resultados a futuro de las empresas de generación eléctrica que operan en Argentina

## PIB per cápita<sup>(1)</sup> (USD miles) y tarifa eléctrica<sup>(2)</sup> (milésimo de USD - KWh)



## Cambio de tarifa para ciclo combinado entre resolución 95 y 529<sup>(3)</sup>



(1) PIB per cápita datos del Banco Mundial, dólares a precios actuales. Datos al año 2012

(2) Fuente: Montamat & Asociados con datos del mercado. Datos al año 2012

(3) Fuente: la Compañía. Aumento en la remuneración se basa en la categoría de tarifas aplicables a un ciclo combinado de las características de CDS

# Possible re-valorización de los activos de CDS bajo escenarios optimistas

IMTrust

CREDICORP  
capital  
IEP Capital Doméstico | IMTrust

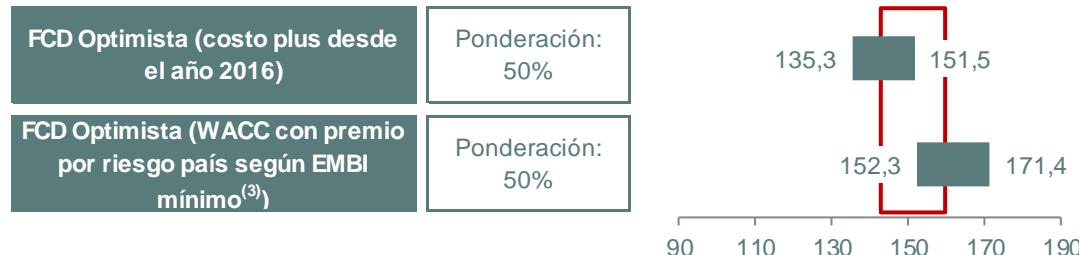
- CDS es un activo ubicado en el centro de Buenos Aires, con la mitad de la vida útil de la central de ciclo combinado por operar (hasta el año 2027)
- En los últimos 3 años, CDS ha generado a lo menos 3.900 GWh al año<sup>(1)</sup>, y ha presentado una disponibilidad objetivo promedio en ciclo combinado superior a la promedio de las centrales en Argentina<sup>(2)</sup>
- El cambio tarifario dictado por la resolución 529 representa una mejora respecto a la resolución anterior, lo que ha reflejado mejores resultados financieros para CDS
- Si en el mediano plazo el contexto actual mejora, podría existir una posible re-valorización de los activos de CDS
- A modo de referencia, para reflejar un posible *upside* de los activos, en el escenario Optimista analizado (en base a un esquema de remuneraciones más favorable), el valor del patrimonio de CDS estaría en un rango entre USD 143,8 y 161,5 millones (entre un 127% y 130% superior al rango de valor definido en este Informe)
- A su vez, el valor de los Créditos para Enersis en este escenario Optimista estaría en un rango entre USD 50,8 y 56,0 millones (entre un 141% y 137% superior al rango de valor definido en este Informe, respectivamente)

(1) Fuente: la Compañía

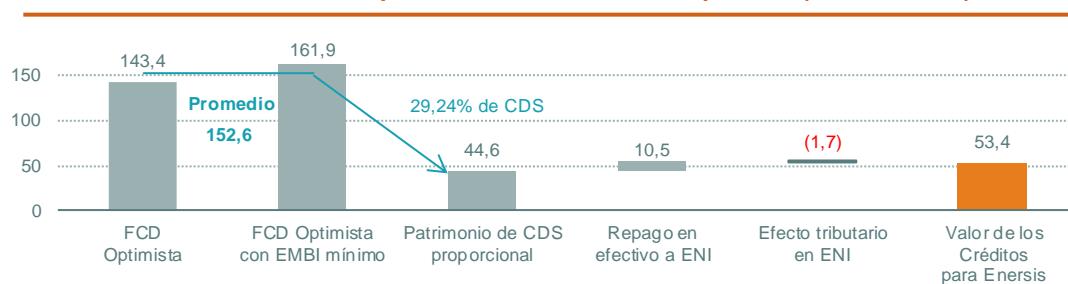
(2) El ciclo combinado de CDS ha presentado una disponibilidad objetivo promedio entre el 2010 al 2012 de 90,5%. El promedio de las centrales para el mismo periodo es de 84,8%. Fuente: Cammesa

(3) WACC considerando como riesgo país el EMBI de Argentina mínimo de los últimos 5 años

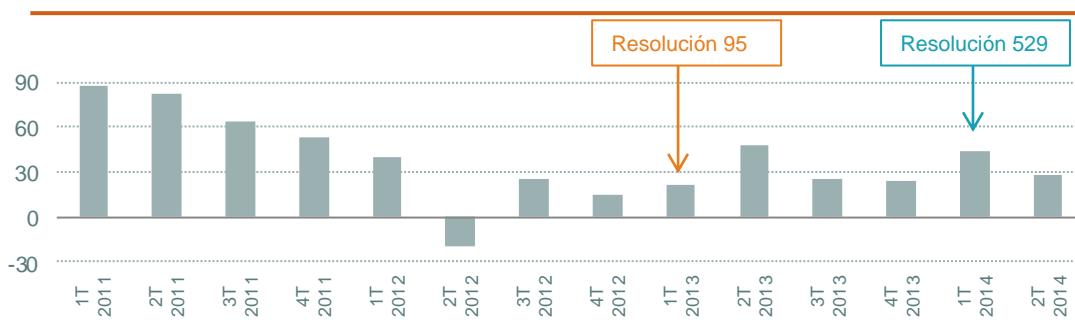
Valor del patrimonio de CDS en escenario Optimista (USD millones)



Valor de los Créditos para Enersis en escenario Optimista (USD millones)



Evolución EBITDA trimestral de CDS (ARS millones)



## ANEXOS

5

# Remuneración aplicable

## Resoluciones 95 y 529

- Las tarifas aplicables a la resolución 95 y 529 son las siguientes:

### Remuneraciones por costos fijos y variables, y mantenimientos mayores

Resolución	95	529
Año inicio	Febrero 2013	Febrero 2014

#### Remuneración por costos fijos

##### ARS / MW-hrp

Turbina a gas (TG)	48,00	70,00
Turbina a vapor (TV)	44,00	59,40
Ciclo combinado (CC)	31,00	38,80
Hidroeléctrica (HI)	17,00	21,30

#### Remuneración por costos variables

##### ARS / MWh

TG - TV gas natural	19,00	26,80
TG - TV combustibles líquidos	33,25	46,90
CC gas natural	19,00	26,80
CC combustibles líquidos	33,25	46,90
HI	17,00	21,30

#### Remuneración por mantenimiento (MAPRO)

##### ARS / MWh

TG	-	24,00
TV	-	24,00
CC	-	21,00
HI	-	-

### Remuneraciones adicionales

Resolución	95	529
Año inicio	Febrero 2013	Febrero 2014

#### Remuneración adicional

##### Fideicomisos

##### ARS / MWh

TG	3,75	4,70
TV	5,00	6,20
CC	5,00	6,20
HI	36,00	36,00

#### Pago directo a generadores

##### ARS / MWh

TG	8,75	10,90
TV	7,50	9,40
CC	7,50	9,40
HI	54,00	54,00

# Múltiplos de *trading*

## Compañías del sector de energía argentino

IMTrust

CREDICORP  
capital  
IEP Capital Doméstico | IMTrust

- Para obtener múltiplos implícitos de *trading*, se utilizó una muestra de compañías listadas en bolsa relacionadas al sector de energía argentino
- Para la Valorización Referencial, se utilizó el múltiplo EV / EBITDA 2014E<sup>(1)</sup> y EV / EBITDA UDM<sup>(2)</sup>
  - Rango propuesto para múltiplo EV / EBITDA 2014E: entre 6,12 y 6,62 veces (mediana de 6,37 veces +/- 0,25)
  - Rango propuesto para múltiplo EV / EBITDA UDM: entre 6,43 y 6,93 veces (mediana de 6,68 veces +/- 0,25)

Compañía	Market Cap	Enterprise Value	Capacidad Instalada	Volumen transado diario	Volumen transado diario UDM / Market Cap	EV / EBITDA			EV / Ventas			EV / MW			P / Utilidad			B / L
	USD mm	USD mm	MW	USD miles		UDM	2014E	2015E	UDM	2014E	2015E	USD mm	UDM	2014E	2015E			
Pampa Energía	975	1.358	2.217	660	0,07%	5,6 x	22,5 x	21,2 x	2,0 x	2,1 x	2,0 x	0,6 x	NA	NA	NA	3,9 x		
Central Puerto	563	563	1.795	41	0,01%	15,2 x	NA	NA	6,3 x	NA	NA	0,3 x	14,2 x	NA	NA	NA	3,3 x	
Endesa Costanera	173	389	2.324	120	0,07%	5,2 x	NA	NA	2,8 x	NA	NA	0,2 x	NA	NA	NA	NA	NA	
Capex	198	426	672	4	0,00%	6,7 x	NA	NA	3,9 x	NA	NA	0,6 x	NA	NA	NA	NA	1,6 x	
Edenor	867	1.012	NA	535	0,06%	NA	NA	NA	2,4 x	2,2 x	2,0 x	-	NA	NA	NA	NA	16,2 x	
Transener	260	367	NA	139	0,05%	12,7 x	6,2 x	5,6 x	2,6 x	2,6 x	2,2 x	-	53,4 x	NA	29,1 x	4,6 x		
YPF	25.385	29.514	800	2.448	0,01%	8,1 x	6,5 x	5,4 x	2,2 x	1,8 x	1,5 x	36,9 x	27,7 x	23,8 x	14,8 x	3,3 x		
Petrobras Argentina	2.365	2.555	826	278	0,01%	4,8 x	3,7 x	3,1 x	1,2 x	1,0 x	0,8 x	3,1 x	14,1 x	10,4 x	11,3 x	1,6 x		
<b>Promedio</b>						<b>8,3x</b>	<b>9,8x</b>	<b>8,8x</b>	<b>2,9x</b>	<b>1,9x</b>	<b>1,7x</b>	<b>7,0x</b>	<b>27,3x</b>	<b>17,1x</b>	<b>18,4x</b>	<b>4,9x</b>		
<b>Mediana</b>						<b>6,7x</b>	<b>6,4x</b>	<b>5,5x</b>	<b>2,5x</b>	<b>2,1x</b>	<b>2,0x</b>	<b>0,6x</b>	<b>20,9x</b>	<b>17,1x</b>	<b>14,8x</b>	<b>3,3x</b>		

(1) Múltiplo determinado en base a la proyección de EBITDA para el año 2014 de cada compañía

(2) Múltiplo determinado en base al EBITDA obtenido por cada compañía en los últimos doce meses a junio de 2014

Fuente: Capital IQ. Datos al 26 de septiembre de 2014

# Resumen financiero de CDS

IMTrust

CREDICORP  
capital  
IEP Capital | Credicorp | IMTrust

## Estado resultados resumido (ARS millones)

	2010	2011	2012
Ingresos	1.125	1.411	1.043
EBITDA <sup>(1)</sup>	186	291	58
% ingresos	16,5%	20,6%	5,5%
EBIT <sup>(2)</sup>	125	232	-10
% Ingresos	11,2%	16,5%	-0,9%
Resultado no operacional <sup>(3)</sup>	-77	-99	-180
Resultado antes de impuestos	48	133	-189
Resultado después de impuestos	23	76	-140
% Ingresos	2,0%	5,4%	-13,4%

## Balance resumido (ARS millones)

	2010	2011	2012
Caja y bancos	33	35	4
Inversiones temporarias	29	44	91
Créditos por ventas	207	249	216
Otros créditos	48	37	31
Bienes de cambio	1	1	1
<b>Activos corrientes</b>	<b>318</b>	<b>365</b>	<b>344</b>
Créditos por ventas	107	223	299
Otros créditos	52	42	86
Bienes de uso	759	783	800
Participaciones permanentes en sociedades	0	0	0
<b>Activos no corrientes</b>	<b>917</b>	<b>1.048</b>	<b>1.185</b>
<b>Total activos</b>	<b>1.235</b>	<b>1.413</b>	<b>1.528</b>
Comerciales	161	132	216
Bancarias y financieras	587	674	1.033
Remuneraciones y cargas sociales	5	7	9
Fiscales	33	33	6
<b>Pasivos corrientes</b>	<b>786</b>	<b>846</b>	<b>1.264</b>
Bancarias y financieras	215	190	0
Fiscales	9	61	63
Otras deudas	70	84	110
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>294</b>	<b>336</b>	<b>173</b>
<b>Total pasivos</b>	<b>1.080</b>	<b>1.182</b>	<b>1.437</b>
Capital pagado		356	356
Utilidades retenidas		-125	-265
<b>Total patrimonio</b>	<b>155</b>	<b>231</b>	<b>91</b>
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>1.235</b>	<b>1.413</b>	<b>1.528</b>

(1) Ingresos – Costos de Operación – Gastos de Ventas + Depreciación

(2) Ingresos – Costos de Operación – Gastos de Ventas

(3) Resultado financieros y por tenencia + Otros ingresos / (egresos) + Efecto de acciones preferidas a rescatar

Fuente: la Compañía. Los EEFF del ejercicio del año 2013 no se detallan, ya que aún no han sido aprobados por los accionistas de CDS

# Respuestas a preguntas realizadas por el Director Sr. Rafael Fernández M.

IMTrust

 CREDICORP capital  
HEP Capital | Dimexel | IMTrust

## Pregunta N° 1

- **Requiero conocer si, para efectos de determinar el valor de mercado relevante para Enersis de los Créditos que ELA tiene en contra de CDS, han evaluado el Contrato de Suscripción de Acciones en Enersis S.A., suscrito en marzo de 2013, entre Endesa, S.A. y Enersis, en relación a la existencia previa de los Créditos de ELA contra CDS**
  - Respuesta: No hemos evaluado el Contrato de Suscripción de Acciones de Enersis S.A. en relación a la existencia previa de los créditos de ELA contra CDS, ya que hemos considerado que la Operación Propuesta y el valor de mercado relevante de los Créditos son independientes de dicho contrato y del Aumento de Capital de Enersis

## Pregunta N° 2

- **Requiero conocer si, para efectos de determinar el valor de mercado relevante para Enersis de los Créditos que ELA tiene en contra de CDS, han evaluado el Contrato de Suscripción de Acciones en Enersis S.A., suscrito en marzo de 2013, entre Endesa, S.A. y Enersis, en relación a la cláusula 6.4.d) del mencionado contrato y la prenda de las acciones de Central Dock Sud, único activo de IDS**
  - Respuesta: Hemos considerado que la Operación Propuesta y el valor de mercado relevante de los Créditos son independientes del Contrato de Suscripción de Acciones de Enersis S.A. de marzo de 2013. En caso que Enersis considere que tiene derecho de pedir alguna compensación en relación a dicho contrato y en particular a la cláusula 6.4.d) del mismo y decidiere ejercerlo, a nuestro entender constituiría una acción independiente de la Operación Propuesta y no afectaría el valor de mercado relevante de los Créditos bajo análisis en este Informe

IMTrust

 CREDICORPcapital  
BCP Capital | Correval | IM Trust

Oficina Santiago

Avenida Apoquindo 3721, Piso 9  
Las Condes  
7550177  
Chile

+56 (2) 2450 1600