

**COMPAÑIA NACIONAL DE FUERZA  
ELÉCTRICA S.A. Y EMEL ATACAMA S.A.**

**Informe Pericial**

Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A.

Emel Atacama S.A.

Al 31 de diciembre de 2014

Mayo 2015

**INFORME PERICIAL PARA LA FUSIÓN DE  
COMPAÑÍA NACIONAL DE FUERZA ELÉCTRICA S.A. Y  
EMEL ATACAMA S.A.**

**CONTENIDO**

- Anexo I Estado de situación financiera consolidado al 31 de diciembre de 2014 de Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. y Subsidiaria.
- Anexo II Estado de situación financiera fusionado proforma al 31 de diciembre de 2014 de Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. y Subsidiaria.
- Anexo III Descripción de los activos y pasivos que se incorporan a Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A, provenientes de Emel Atacama S.A.
- Anexo IV Determinación de porcentajes de participación de los Accionistas y relación de canje al 31 de diciembre de 2014

## Glosario de términos

Administración	La Administración de CGE, CONAFE o EMELAT, indistintamente
CGE	Compañía General de Electricidad S.A.
CIE	Comité de Inversiones Extranjeras
CLP o \$	Peso Chileno
CNE	Comisión Nacional de Energía
CONAFE	Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A.
EEFF	Estados Financieros
Emel Atacama	Emel Atacama S.A.
EMELAT	Empresa Eléctrica Atacama S.A.
Fecha de Valoración	31 de diciembre 2014
GWh	Gigavatio hora
INE	Instituto Nacional de Estadísticas
BCCH	Banco Central de Chile
IPC	Índice de Precios al Consumidor
M	Miles
MM	Millones
Pp	Puntos Porcentuales
SEA	Sistema Eléctrico de Aysén
SEC	Superintendencia de Electricidad y Combustibles
SEM	Sistema Eléctrico de Magallanes
SIC	Sistema Interconectado Central
SING	Sistema Interconectado del Norte Grande
TAAC	Tasa Anual de Crecimiento Compuesto
USD	Dólar de los Estados Unidos de América
VAD	Valor Agregado de Distribución
WACC	Costo Promedio Ponderado del Capital

**INFORME PERICIAL PARA LA FUSIÓN DE  
COMPAÑÍA NACIONAL DE FUERZA ELÉCTRICA S.A.  
EMEL ATACAMA S.A.**

A los señores Accionistas de  
Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. y Emel Atacama S.A.:

De acuerdo a lo solicitado, he efectuado ciertos procedimientos a los Estados de Situación Financiera de Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A., y Emel Atacama S.A. (en adelante “las Compañías”), al 31 de diciembre de 2014, según se detalla en Anexo I, a objeto de presentar una proposición de fusión de estas Compañías, de acuerdo con lo establecido en el Artículo N°156 del Reglamento de la Ley de Sociedades Anónimas.

Estos procedimientos incluyeron comprobaciones parciales a los registros contables y la aplicación de otros procedimientos, en la medida que consideré necesario en las circunstancias. Sin perjuicio de lo anterior, el presente informe no constituye un dictamen de auditoría, examen o revisión y debe ser utilizado sólo con el objeto y alcance mencionado en el primer párrafo de este informe.

En base a la información proporcionada por la Administración de las Compañías, Emel Atacama S.A. se fusionará en Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A., adquiriendo esta última, todos los activos y pasivos de la primera, a la fecha en que entre en efecto la fusión, sin perjuicio del control de los valores tributarios que deberá mantener Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. conforme lo dispone el Artículo N°64 del Código Tributario y Circular N°45 emitida por el Servicio de Impuestos Internos el 16 de julio de 2001.

Los estados financieros de Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. y Subsidiaria y de Emel Atacama S.A. y Subsidiaria al 31 de diciembre de 2014, fueron auditados por Ernst & Young Ltda., firma de auditores externos, que emitió sus informes de auditoría con fecha 20 de enero de 2015.

Con base en lo indicado anteriormente, concluyo que los estados de información financiera presentados en Anexo III, representan los activos y pasivos de Emel Atacama S.A. que se proponen incorporar a Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. y que el estado de situación financiera fusionado proforma, al 31 de diciembre de 2014, presentado en el anexo II, representa los activos, pasivos y patrimonio fusionados, con los ajustes indicados por la Administración a la fecha de emisión de este informe.

El análisis efectuado a los estados de situación financiera consistió, principalmente en:

- (a) Comprobar que los montos de activos, pasivos y patrimonio de cada una de las Compañías participantes en la fusión, descritos en el Anexo I, coincidieran con los montos contenidos en los Estados Financieros auditados por la firma de auditores Ernst & Young Ltda. al 31 de diciembre de 2014.
- (b) Comprobar la suma de los montos de los activos y pasivos de los estados de situación financiera auditados al 31 de diciembre de 2014 de las Compañías involucradas en el proceso de fusión, incluidos en el estado de situación financiera consolidado auditado al 31 de diciembre de 2014 detallado en el Anexo I.
- (c) Comprobar las eliminaciones de las cuentas por cobrar y pagar entre las compañías e Inversión de Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. en Emel Atacama S.A., descrito en la columna ajustes de consolidación en el Anexo I.
- (d) Comprobar la porción no controladora sobre la base de la información contenida en los estados financieros auditados de Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. y Subsidiarias descritos en el Anexo II.
- (e) Estimar la relación de canje descrita en el Anexo IV.

De acuerdo a lo requerido por el Artículo N°156, del Reglamento de Sociedades Anónimas, declaro que me constituyo responsable de las afirmaciones contenidas en el presente informe y cumplir con los requisitos establecidos en el Artículo N°168 del mismo Reglamento.

Este informe está destinado únicamente para la información y uso de la Administración y los accionistas de las Compañías, en relación con el proceso de fusión de Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. y Emel Atacama S.A. Consecuentemente, no tiene por objeto y no debiera ser utilizado para ningún otro fin.



Juan Pablo Carreño C.  
RUT N°11.664.511-4

Santiago, 20 de mayo de 2015

AUTORIZACION AL REVERSO

Con esta fecha, autorizo la firma del anverso de don **JUAN PABLO CARREÑO CEA, C.I.**  
N° 11.664.511-4.-  
Santiago, 25 de Mayo del 2015.-

**NOTARIO**



**ANEXO I**

**COMPAÑÍA NACIONAL DE FUERZA ELÉCTRICA S.A.**

Estado de situación financiera consolidado al 31 de diciembre de 2014

<b>Activos</b>	<b>Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A.(*) M\$</b>	<b>Emel Atacama S.A.(*) M\$</b>	<b>Valor justo Emel Atacama S.A. (**) M\$</b>	<b>Ajustes de consolidación (***) M\$</b>	<b>Total consolidado M\$</b>
Activos corrientes:					
Efectivo y equivalentes al efectivo	2.699.669	496.860	-	-	3.196.529
Otros activos no financieros	125.822	20.787	-	-	146.609
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	59.572.751	13.810.230	-	(1)	73.382.980
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	35.646.775	60.323	-	(5.956.737)	29.750.361
Inventarios	618.823	1.019.423	-	-	1.638.246
Activos por impuestos	457.978	1.397.864	-	-	1.855.842
Total activos corrientes	99.121.818	16.805.487	-	(5.956.738)	109.970.567
Activos no corrientes					
Otros activos no financieros	8.280	-	-	-	8.280
Cuentas por cobrar	531.949	205.225	-	-	737.174
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	34.293.700	-	-	(34.293.700)	-
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.913.029	16.334	21.088.360	-	23.017.723
Plusvalía	99.060.734	2.558.485	(2.558.485)	-	99.060.734
Propiedades, planta y equipo	123.752.021	30.232.289	-	-	153.984.310
Activos por impuestos diferidos	5.852.032	-	-	-	5.852.032
Total activos no corrientes	265.411.745	33.012.333	18.529.875	(34.293.700)	282.660.253
Total activos	364.533.563	49.817.820	18.529.875	(40.250.438)	392.630.820

**ANEXO I**

<b>Pasivos</b>	<b>Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A.(*) M\$</b>	<b>Emel Atacama S.A.(*) M\$</b>	<b>Valor justo Emel Atacama S.A.(**) M\$</b>	<b>Ajustes de consolidación (***) M\$</b>	<b>Total consolidado M\$</b>
<b>Pasivos corrientes:</b>					
Otros pasivos financieros	4.563.694	194.356	-	-	4.758.050
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	55.928.171	6.962.944	-	(551)	62.890.564
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	6.317.988	6.622.149	-	(5.956.186)	6.983.951
Otras provisiones a corto plazo	526.299	339.723	-	-	866.022
Otros pasivos no financieros	2.502.508	570.503	-	-	3.073.011
Total pasivos corrientes	<u>69.838.660</u>	<u>14.689.675</u>	<u>-</u>	<u>(5.956.737)</u>	<u>78.571.598</u>
<b>Pasivos no corrientes:</b>					
Otros pasivos financieros	68.556.642	8.865.756	-	-	77.422.398
Cuentas por pagar	-	206.707	-	-	206.707
Otras provisiones	490.948	-	-	-	490.948
Pasivos por impuestos diferidos	-	2.599.959	5.693.857	-	8.293.816
Provisiones por beneficios a los empleados	4.523.098	1.069.441	-	-	5.592.539
Total pasivos no corrientes	<u>73.570.688</u>	<u>12.741.863</u>	<u>5.693.857</u>	<u>-</u>	<u>92.006.408</u>
Total pasivos	<u>143.409.348</u>	<u>27.431.538</u>	<u>5.693.857</u>	<u>(5.956.737)</u>	<u>170.578.006</u>
<b>Patrimonio:</b>					
Capital emitido	164.979.472	11.913.102	-	(11.913.102)	164.979.472
Ganancias (pérdidas) acumuladas	18.033.987	7.297.078	(1.807.599)	(5.489.479)	18.033.987
Primas de emisión	-	772.321	-	(772.321)	-
Otras reservas	38.110.756	2.106.856	14.643.617	(16.750.473)	38.110.756
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	221.124.215	22.089.357	12.836.018	(34.925.375)	221.124.215
Participaciones no controladoras	-	296.925	-	631.674	928.599
Total patrimonio	<u>221.124.215</u>	<u>22.386.282</u>	<u>12.836.018</u>	<u>(34.293.701)</u>	<u>222.052.814</u>
Total pasivos y patrimonio	<u>364.533.563</u>	<u>49.817.820</u>	<u>18.529.875</u>	<u>(40.250.438)</u>	<u>392.630.820</u>

(\*) : Saldos según estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2014.

(\*\*) : Ajuste Fair Value de Intangibles al 31 de diciembre de 2014.

(\*\*\*) : Esta columna contiene ajustes de consolidación y algunas reclasificaciones a efectos de reflejar una adecuada presentación de las cifras consolidadas.

**ANEXO II**

**COMPAÑÍA NACIONAL DE FUERZA ELÉCTRICA S.A.**

Estado de situación financiera fusionado proforma al 31 de diciembre de 2014  
(Balance Proforma – Artículo 156 Reglamento Sociedades Anónimas)

<b>Activos</b>	<b>Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. Consolidados M\$</b>	<b>Pago de Dividendo Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. (* M\$</b>	<b>Pago de Dividendo a No Controladores Emel Atacama S.A. (** M\$</b>	<b>Aumento de Capital por Participación no Controladora Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. (*** M\$</b>	<b>Total Fusionado Neto de Variación de Capital M\$</b>
Activos corrientes:					
Efectivo y equivalentes al efectivo	3.196.529	-	-	-	3.196.529
Otros activos no financieros	146.609	-	-	-	146.609
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	73.382.980	-	-	-	73.382.980
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	29.750.361	(5.738.516)	-	-	24.011.845
Inventarios	1.638.246	-	-	-	1.638.246
Activos por impuestos	1.855.842	-	-	-	1.855.842
Total activos corrientes	109.970.567	(5.738.516)	-	-	104.232.051
Activos no corrientes:					
Otros activos no financieros	8.280	-	-	-	8.280
Cuentas por cobrar	737.174	-	-	-	737.174
Activos intangibles distintos de la plusvalía	23.017.723	-	-	-	23.017.723
Plusvalía	99.060.734	-	-	-	99.060.734
Propiedades, planta y equipo	153.984.310	-	-	-	153.984.310
Activos por impuestos diferidos	5.852.032	-	-	-	5.852.032
Total activos no corrientes	282.660.253	-	-	-	282.660.253
Total activos	392.630.820	(5.738.516)	-	-	386.892.304

## ANEXO II

<b>Pasivos</b>	<b>Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. Consolidados M\$</b>	<b>Pago de dividendo Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica (*) M\$</b>	<b>Pago de dividendo a no controladores Emel Atacama S.A. (**) M\$</b>	<b>Aumento de capital por participación no controladora Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica (***) M\$</b>	<b>Total fusionado neto de variación de capital M\$</b>
Pasivos corrientes					
Otros pasivos financieros	4.758.050	-	-	-	4.758.050
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	62.890.564	(11.155)	120.956	-	63.000.365
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	6.983.951	(3.036.963)	-	-	3.946.988
Otras provisiones a corto plazo	866.022	-	-	-	866.022
Otros pasivos no financieros	3.073.011	-	-	-	3.073.011
Total pasivos corrientes	78.571.598	(3.048.118)	120.956	-	75.644.436
Pasivos no corrientes					
Otros pasivos financieros	77.422.398	-	-	-	77.422.398
Cuentas por pagar	206.707	-	-	-	206.707
Otras provisiones	490.948	-	-	-	490.948
Pasivos por impuestos diferidos	8.293.816	-	-	-	8.293.816
Provisiones por beneficios a los empleados	5.592.539	-	-	-	5.592.539
Total pasivos no corrientes	92.006.408	-	-	-	92.006.408
Total pasivos	170.578.006	(3.048.118)	120.956	-	167.650.844
Patrimonio					
Capital emitido	164.979.472	-	-	510.718	165.490.190
Ganancias (pérdidas) acumuladas	18.033.987	(2.690.398)	-	-	15.343.589
Primas de emisión	-	-	-	-	-
Otras reservas	38.110.756	-	-	-	38.110.756
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	221.124.215	(2.690.398)	-	510.718	218.944.535
Participaciones no controladoras	928.599	-	(120.956)	(510.718)	296.925
Total patrimonio	222.052.814	(2.690.398)	(120.956)	-	219.241.460
Total pasivos y patrimonio	392.630.820	(5.738.516)	-	-	386.892.304

(\*) Corresponde al pago de dividendos efectuado por Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. con fecha 27 de abril de 2015. A diciembre de 2014 se provisionó por concepto de dividendo mínimo un monto de M\$3.048.118, por lo tanto, a la fecha del pago esta operación representó una disminución de patrimonio por M\$2.690.398.

(\*\*) Corresponde al pago de dividendos efectuado por Emel Atacama S.A., para los accionistas no controladores, realizado el 27 de abril de 2015.

(\*\*\*) Capitalización de la participación no controladora de Emel Atacama S.A.

**ANEXO III**

**DESCRIPCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS QUE SE INCORPORAN A COMPAÑIA NACIONAL DE FUERZA ELÉCTRICA S.A., PROVENIENTES DE EMEL ATACAMA S.A.**

**Activos que se aportan en absorción de “Emel Atacama S.A.”**

	<b>M\$</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	13.629
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	14.177
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	1.204.707
Activos por impuestos	59
Total activos corrientes	<u>1.232.572</u>
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación.	18.319.541
Plusvalía	<u>2.558.485</u>
Total activos no corrientes	<u>20.878.026</u>
Total activos	<u>22.110.598</u>
Total activos aportados	<u><u>22.110.598</u></u>

**Pasivos que se aportan en absorción de “Emel Atacama S.A.”**

	<b>M\$</b>
Otros pasivos financieros	
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	7.064
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	<u>14.177</u>
Total pasivos corrientes	<u>21.241</u>
Total pasivos aportados	<u><u>21.241</u></u>

**ANEXO IV**

**DETERMINACIÓN DE PORCENTAJES DE PARTICIPACIÓN DE LOS ACCIONISTAS Y  
RELACIÓN DEL CANJE AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014**

**(1) Relación de Canje:**

Con posterioridad a la fusión, el capital de “Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A.” estará representado por 191.908.147 acciones, distribuidas entre los Accionistas como se indica en el siguiente cuadro:

	<b>Participación %</b>	<b>Acciones N°</b>
Compañía General de Electricidad S.A.	99,30992	190.583.836
No controladores	0,69008	1.324.311
Totales	100,00000	191.908.147

Las participaciones anteriores, son las que resultan luego de que Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. (Compañía Absorbente) emita un total de 624.268 nuevas acciones para ser distribuidas entre los accionistas no controladores de “Emel Atacama S.A.” (Compañía Absorbida).

	<b>Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A.</b>	<b>Emel Atacama S.A.</b>
Valor económico del patrimonio al 31 de diciembre 2014 - M\$	218.030.319	39.331.671
Número de acciones emitidas (excluyendo acciones de propia emisión)	191.283.879	14.555.346
Valor de la acción (en pesos)	1.139,83	2.702,21
Razón de canje = 2,371		

(Valor de la acción Emel Atacama S.A. / Valor de la acción Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A.)

## ANEXO IV

### (2) Encuadre macroeconómico de Chile

Durante el año 2014, la actividad económica creció 1,9%, donde se observó que todos los sectores registraron variaciones positivas, con excepción de la industria manufacturera. La mayor contribución provino de la actividad de servicios personales, seguida de servicios empresariales. La demanda interna cayó 0,6% arrastrada por la inversión, en tanto el consumo total aumentó, según datos del informe de Cuentas Nacionales diciembre 2014, elaborado por el BCCH.

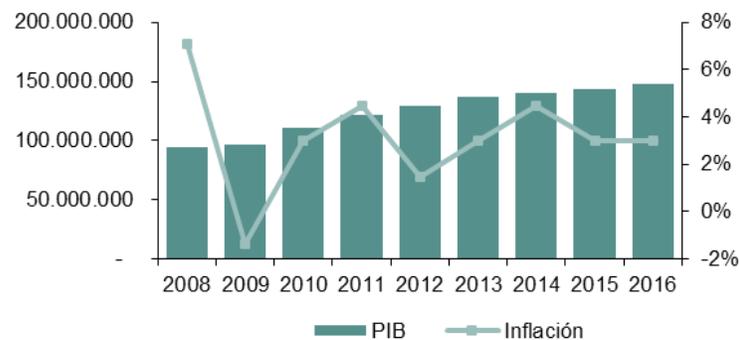
#### Producto Interno Bruto

De acuerdo a estimaciones que realiza el BCCH, expresadas en su Encuesta de Expectativas Económicas y el informe de Cuentas Nacionales de diciembre 2014, el crecimiento del PIB fue de 5,6% en el año 2012, 4,1% en el año 2013 y 1,9% en 2014. Además se proyecta una evolución positiva que seguirá por debajo del crecimiento de mediano plazo de la economía para el año 2015, entre un 2,5% y 3,5%, y un 3,5% para el año 2016.

#### Inflación

El informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre del año 2014, elaborado por el BCCH, señala que el año cerró con una inflación del 4,4%. Se espera que la inflación se mantenga por sobre 4% en los primeros meses del año 2015. Sin embargo, la combinación de altas bases del año 2014 y la evolución del precio de los combustibles, junto a otros factores, pudiesen provocar un descenso hacia 3% en el curso del año 2015. Luego oscilará en torno a 3% hasta el último trimestre del 2016.

Evolución del PIB e Inflación (MM CLP)



Fuente: Banco Central de Chile

## ANEXO IV

### Desempleo

La tasa de desempleo ha aumentado en el margen, pero continúa en niveles históricamente bajos, en torno a 6,5%. Según estima el BCCH a través de su Informe de Política Monetaria de diciembre del año 2014, la creación de empleo asalariado ha permanecido baja y las encuestas indican una mayor incertidumbre respecto a la evolución del mercado laboral.

Desempleo en Chile



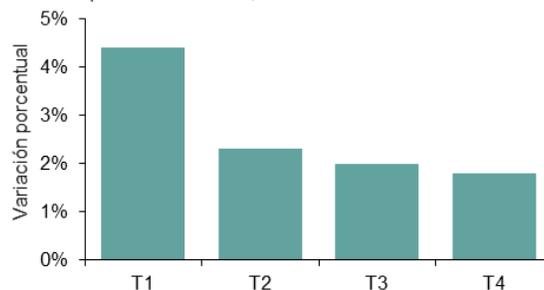
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

### Consumo

Según datos otorgados en el Informe de Cuentas Nacionales del BCCH, el consumo registró un crecimiento de 2,5% durante el año 2014, impulsado por el gasto de los hogares y, en menor medida, del gobierno. El incremento del consumo privado reflejó, principalmente, el mayor gasto en servicios, destacando el consumo de servicios en salud privada, comunicaciones y transporte. Por su parte, el consumo de bienes durables cayó, incidido de manera importante por el menor gasto en automóviles, mientras que el consumo de bienes no durables aumentó, liderado por el gasto en prendas de vestir y calzado.

Consumo año 2014

Variación porcentual anual, en términos reales



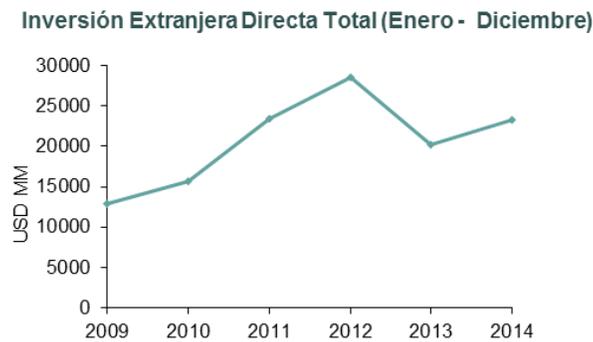
Fuente: Banco Central de Chile

## ANEXO IV

### Inversión extranjera directa

Con respecto a la inversión extranjera directa, según datos del BCCH, en el año 2014 los montos invertidos han aumentado un 15% con respecto al año 2013, totalizando USD 23.302 millones (USD 20.258 millones en 2013). Gran parte de este crecimiento está relacionado con adquisiciones de compañías y desarrollo de nuevos proyectos. Cabe destacar que este crecimiento se realiza en un contexto regional y mundial en que las inversiones relacionadas a los commodities han tenido una baja.

El total de inversión en 2014 se divide en USD10.792 millones correspondientes a Participaciones en el Capital, USD 6.720 millones de Utilidades Reinvertidas y USD 5.790 millones en Instrumentos de Deuda.



Fuente: Comité de Inversiones Extranjeras (CIE) Chile

### Índice de generación eléctrica

De acuerdo a información presentada por el INE, la generación eléctrica registró, a febrero del año 2015, un crecimiento interanual de 3,7% impulsado, principalmente, por el aumento de la generación a base de diésel y por la mayor electricidad producida por las centrales de la categoría Otros n.c.p. (no clasificados previamente), que incluye las centrales solares y de cogeneración.

### Índice de distribución eléctrica

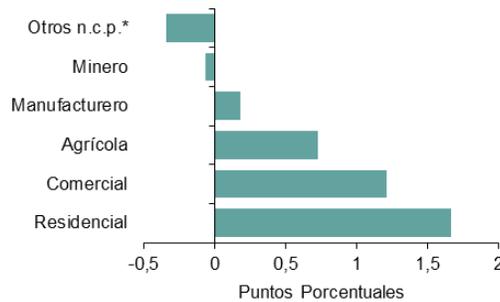
Según datos otorgados por el INE, en febrero del año 2015, el índice presentó un crecimiento del 3,4% en doce meses, liderado principalmente, por el mayor suministro hacia los hogares y el comercio, con incidencias de 1,67 pp y 1,22 pp, respectivamente.

**ANEXO IV**

Por el contrario, para el mismo período, la distribución eléctrica hacia otros sectores y hacia el sector minero disminuyó en 12 meses, restando 0,34 pp y 0,07 pp, respectivamente.

Los sectores residencial y comercial acumularon el 59,8% del suministro eléctrico total realizado por las empresas distribuidoras de electricidad.

**Distribución de energía eléctrica, incidencias según sectores.**  
 Incidencias 12 meses / febrero 2015

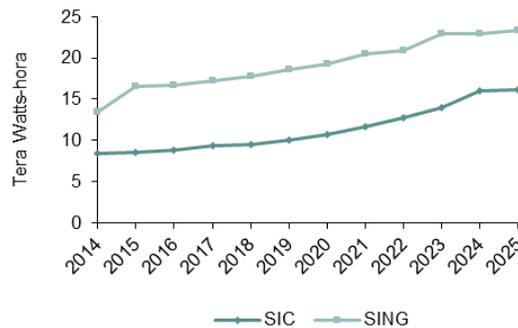


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas

**Proyección del consumo de electricidad en la minería 2014 - 2025**

El informe elaborado por la Comisión Chilena del Cobre proyecta una tasa de crecimiento del consumo esperado del SIC de 6,1% anual, para el período 2014–2025, mientras que para el mismo período en el SING se proyecta un crecimiento del consumo anual de 5,2%, menor al promedio nacional esperado (5,5% anual).

**Consumo eléctrico proyectado de la minería del cobre en SING y SIC 2014-2025 (Tera Watts-hora)**



Fuente: Comisión Chilena del Cobre

## **ANEXO IV**

### **Mercado y sistema eléctrico en Chile**

#### **Mercado eléctrico**

El mercado eléctrico en Chile está compuesto por las actividades de generación, transmisión y distribución de electricidad. Estas actividades son desarrolladas por empresas que son controladas mayoritariamente por capitales privados, mientras que el Estado sólo ejerce funciones de regulación, fiscalización y de planificación indicativa de inversiones en generación y transmisión, aunque esta última función es sólo una recomendación no forzosa para las empresas.

Participan de la industria eléctrica nacional un total aproximado de 40 empresas generadoras, 10 transmisoras y 31 distribuidoras. La demanda se localiza territorialmente en cuatro sistemas eléctricos (SING, SIC, SEA y SEM).

Las centrales que se encuentran operativas en el Sistema Interconectado Central (SIC) suman una potencia instalada a marzo del año 2015 de 14.923 MW. El SIC cuenta con tres cuartos de la potencia instalada a nivel nacional y abastece a más del 90% de la población. Respecto a las alternativas de generación, se ha observado un cambio en la tendencia, ya que en el pasado predominaba la componente hidroeléctrica, y a contar de mediados de los 90 las centrales termoeléctricas tomaron el protagonismo en cuanto al crecimiento del parque generador, representando hoy una fracción mayoritaria de la potencia instalada.

El principal organismo regulador del estado en el sector eléctrico en Chile es la Comisión Nacional de Energía (CNE), que se encarga de elaborar y coordinar los planes, políticas y normas necesarias para el buen funcionamiento y desarrollo del sector energético nacional, velar por su cumplimiento y asesorar a los organismos de gobierno en todas aquellas materias relacionadas con la energía.

#### **Marco regulatorio**

Las actividades de generación, transmisión y distribución, son desarrolladas en Chile por el sector privado, donde el Estado sólo cumple una función reguladora, fiscalizadora y subsidiaria. Es por lo anterior que las empresas cuentan con libertad para decidir sus inversiones, la comercialización de sus servicios y la operación de sus instalaciones, por lo que son responsables por el nivel de servicio otorgado en cada segmento, en cumplimiento de las obligaciones que imponen las leyes, reglamentos y normas que en conjunto componen el marco regulatorio del sector.

Desde el proceso de producción de electricidad hasta el suministro a clientes finales, el marco regulatorio distingue tres segmentos: Generación, Transmisión y Distribución.



#### **ANEXO IV**

**Generación:** Se constituye por las centrales generadoras interconectadas al sistema eléctrico. Esta actividad opera bajo libre competencia, no hay barreras de entrada legales, en la medida que no se identifiquen condiciones de monopolio natural. Sin perjuicio de lo anterior, la ley faculta a la autoridad para obligar la interconexión de las instalaciones eléctricas, con el objeto de garantizar la eficiencia y seguridad del sistema. La coordinación del sistema de generación en su conjunto se establece a través de un Centro Económico de Carga (CDEC).

**Transmisión:** Dicha actividad está destinada a transportar la energía desde los puntos de generación hasta los centros de consumo masivo. Incluye los sistemas con voltajes mayores a 23 KV, que se subdivide en sistemas de transmisión troncal, sistemas de subtransmisión y sistemas de transmisión adicional. Para estos sistemas, la normativa establece, como regla general, que su operación debe realizarse bajo condiciones de acceso abierto y no discriminatorio, contra el pago de peajes por el servicio de transporte de energía y potencia.

Los propietarios de sistemas de transmisión establecidos como concesionarios de líneas de transporte o cuyas instalaciones usen bienes nacionales de uso público, deben permitir el paso de la energía de aquellos interesados en transportarla a través de estas líneas. A cambio, el interesado en hacer uso de estas instalaciones debe indemnizar al propietario.

Este servicio presenta significativas economías de escala, e indivisibilidad en la inversión, existiendo por lo tanto tendencias a su operación como monopolio. Por este motivo, la legislación eléctrica lo define como un segmento regulado en el sistema.

**Distribución:** Esta actividad comprende el transporte de energía eléctrica en niveles de voltaje de 23 kV o menos. Debido a sus características de monopolio natural, su actividad es regulada para consumidores cuya potencia conectada es inferior o igual a los 2.000 kW, con excepción de aquellos clientes que contraten condiciones especiales de suministro o que, teniendo una potencia conectada superior a los 500 kW e inferior o igual a los 2.000 kW, hayan optado por suscribir un contrato libre.

#### **Regulación de la distribución de electricidad**

La tarifa regulada de distribución resulta de la suma de tres componentes: el precio de nudo en el punto de interconexión de las instalaciones de transmisión con las de distribución, el cargo único por concepto de uso del Sistema Troncal y el Valor Agregado de Distribución (VAD).

En este último concepto, el cual es fijado cada cuatro años por la autoridad, se reconocen los costos de inversión, operación y mantenimiento de las empresas distribuidoras de energía eléctrica. Tanto el precio de nudo y el cargo único por uso del Sistema Troncal son traspasados a los clientes finales, en consecuencia, la empresa distribuidora sólo recauda el VAD.

#### **ANEXO IV**

La Ley General de Servicios Eléctricos establece que cada cuatro años se debe efectuar el cálculo de los componentes del VAD, basado en las empresas modelo de distribución, las cuales deben ser eficientes y satisfacer óptimamente la demanda con la calidad de servicio determinada en la normativa vigente.

Así, el 2 de abril del año 2013 fue publicado en el diario oficial el decreto N°1T-2012 del Ministerio de energía, que fija las fórmulas tarifarias aplicables en el período que comprende desde el 4 de noviembre de 2012 al 3 de noviembre de 2016.

La Ley establece que las concesionarias deben mantener una rentabilidad agregada, esto es considerando a todas las empresas como un conjunto, dentro de una banda del  $10\% \pm 4\%$  al momento de la determinación del VAD. De este modo, el retorno sobre la inversión para una distribuidora, dependerá de su desempeño relativo a los estándares determinados para la empresa modelo.

El Valor Agregado de Distribución remunerada:

- (i) Costos fijos por concepto de gastos de administración, facturación y atención del usuario, independiente de su consumo
- (ii) Pérdidas medias de distribución en potencia y energía y
- (iii) Costos estándares de inversión, mantenimiento y operación asociados a la distribución por unidad de potencia suministrada. Se calculan considerando el Valor Nuevo de Reemplazo, de instalaciones adaptadas a la demanda, su vida útil, y una tasa de actualización igual al 10% real anual.

Para la determinación del VAD, la CNE y las empresas concesionarias realizan estudios, cuyos resultados son ponderados en la proporción de dos tercios y un tercio, respectivamente. Con los valores agregados definitivos, la CNE estructura las fórmulas tarifarias finales y sus fórmulas de indexación, las cuales, de acuerdo con los procedimientos establecidos, son fijadas mediante decreto del Ministerio de Economía Fomento y Turismo. Dichas fórmulas de indexación, que son aplicadas mensualmente, consideran las variaciones del IPC, del IPMN, del precio del cobre y del dólar, reflejando las variaciones de los precios de los principales insumos que afectan los costos de la actividad de distribución de electricidad.

## ANEXO IV

### (3) Descripción de las compañías a valorar

El Grupo CGE tiene sus inicios a principios de 1905, cuando un grupo de empresarios, ingenieros y abogados, formaron la Compañía General de Electricidad Industrial S.A.

Hoy en día el Grupo CGE participa por medio de sus filiales en el mercado de generación, transmisión y distribución de energía eléctrica. También participa en el almacenamiento y distribución de gas licuado y gas natural.

El sector de distribución de electricidad en Chile es el principal negocio en el que CGE participa, representando cerca del 45% del EBITDA consolidado.

El Grupo CGE es responsable de la distribución del 40% de la energía eléctrica suministrada en Chile, satisfaciendo la demanda del 43% de los consumidores del país, constituyéndose en la empresa con mayor cobertura en el sector de distribución de electricidad, abasteciendo a más de 2,6 millones de clientes con ventas físicas de 13.331 GWh en el año 2014.

En relación a la actividad de distribución el Grupo CGE, participa a través de sus subsidiarias:

- Emel NORTE, con sus distribuidoras EMELARI, ELIQSA y ELECDA, atiende en las regiones XV, I y II.
- CONAFE, con su subsidiaria EMELAT, otorga suministros en la III, IV y V regiones.
- CGE DISTRIBUCIÓN, atiende en la zona sur de la Región Metropolitana y en las regiones V, VI, VII, VIII, y IX.
- EDELMAG atiende a la XII Región.

Distribución Eléctrica en Chile - Grupo CGE	EMEL NORTE	CONAFE	CGED	EDELMAG	Total
Número de Clientes	331.733	488.231	1.767.275	56.246	<b>2.643.485</b>
Energía vendida (GWh)	1.661	2.374	9.024	272	<b>13.331</b>
Líneas de media tensión (Km)	2.016	7.997	21.433	365	<b>31.811</b>
Líneas de baja tensión (Km)	2.656	5.619	22.240	629	<b>31.144</b>
Capacidad instalada en transformadores de distribución propios (MV)	429	612	2.313	63	<b>3.417</b>
Capacidad instalada en transformadores particulares (MVA)	493	728	2.629	72	<b>3.922</b>

Fuente: Memoria anual CGE 2014

**ANEXO IV**

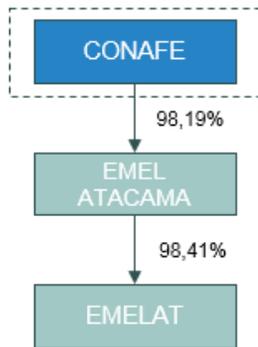
**CONAFE**

CONAFE es la distribuidora de energía eléctrica del GRUPO CGE que opera en las regiones de Coquimbo y Valparaíso.

Como parte de sus inversiones, CONAFE cuenta con el 98,19% de la propiedad accionaria de Emel Atacama quien, a través de su subsidiaria EMELAT, presta servicios de distribución de energía eléctrica a 96.009 clientes, suministrándoles 742 GWh en la zona de Atacama, III Región del país.

Al 31 de diciembre del año 2014, CONAFE consolidado contaba con 488.231 clientes, de los cuales 392.222 corresponden a CONAFE individual. Se suministraron 2.498 GWh total de energía operada, de los cuales 1.711 GWh corresponden a CONAFE.

**Estructura de propiedad CONAFE**  
 31 de diciembre 2014



La inversión consolidada materializada en el ejercicio alcanzó a CLP 5.993 millones (CLP 4.026 millones o 67% corresponden a CONAFE), los que se destinaron principalmente a satisfacer la demanda de energía de sus clientes, obras para nuevos clientes, disminución de pérdidas de energía, renovación de instalaciones y mejoramiento de la calidad del suministro.

Alcanzó una utilidad de CLP 10.160 millones el año 2014, mientras que el 2013 fue de CLP 2.740 millones.



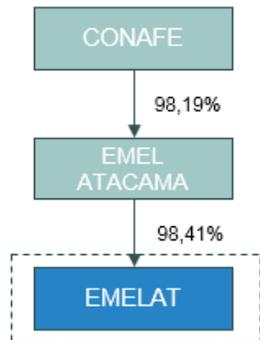
Fuente: Memoria anual CGE 2014

**ANEXO IV**

**EMELAT**

EMELAT, sociedad subsidiaria de Emel Atacama, es la distribuidora que opera en la Región de Atacama, en las provincias de Chañaral, Copiapó y Huasco.

**Estructura de propiedad CONAFE**  
 31 de diciembre 2014

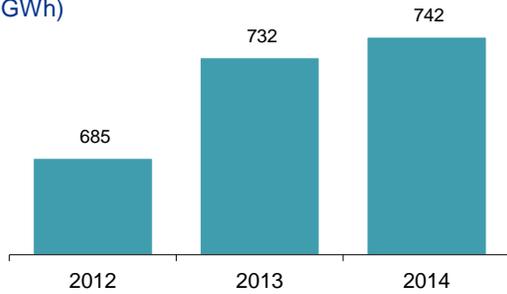


Al 31 de diciembre de 2014, contaba con 96.009 clientes, a quienes abasteció 742 GWh de energía.

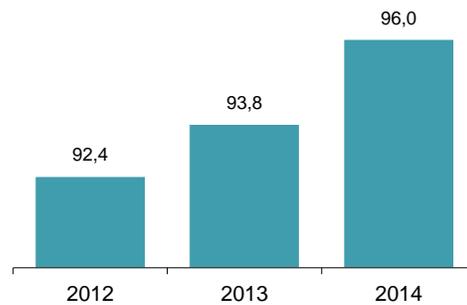
Se realizaron inversiones el año 2014 por un total de CLP 1.967 millones, siendo las iniciativas más relevantes aquellas relacionadas con la disminución de las pérdidas eléctricas y la renovación de aquellas instalaciones que permiten mantener las condiciones de seguridad y calidad del suministro eléctrico, crecimiento de infraestructura por aumento de demanda y conexiones de nuevos clientes.

La utilidad del año 2014 fue CLP 2.160 millones, mientras que el año 2013 fue de CLP 722 millones.

**Energía Operada (GWh)**



**Clientes (miles)**



Fuente: Memoria anual CGE 2014

#### **ANEXO IV**

#### **(4) Descripción de la Transacción**

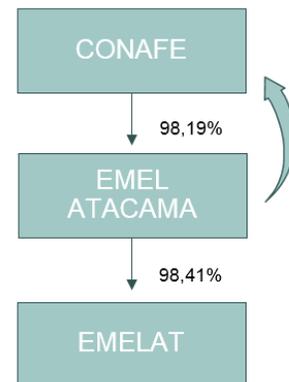
Compañía General de Electricidad S.A. (“CGE”) fue creada en 1905 cuando se fundó la Compañía General de Electricidad Industrial S.A, empresa que concentraba sus servicios en el valle central de Chile ofreciendo servicios de generación y distribución eléctrica principalmente.

Durante el año 2007, CGE adquiere Emel e inicia un proceso de reorganización, tendiente a simplificar la estructura societaria de acuerdo a criterios de organización geográfica, estructurar empresas de giro exclusivo y obtener sinergias operativas.

CGE actualmente continúa con dicho proceso de reestructuración, siguiendo con el desarrollo de su plan de reorganización. La próxima etapa que se definió es la fusión entre Emel Atacama y CONAFE, ambas filiales de CGE.

En consecuencia, los resultados de nuestro trabajo serán utilizados para asistir al cliente en la determinación del valor razonable de la ecuación de canje entre las acciones de CONAFE y Emel Atacama.

Nuestras estimaciones sobre el valor razonable tienen vigencia a la fecha establecida específicamente en este informe.



## **ANEXO IV**

### **(5) Metodología aplicada**

#### **Método de flujos de caja descontados**

El trabajo se desarrolló aplicando el método de valoración, que explica de mejor manera las expectativas futuras.

El enfoque utilizado para valorar el patrimonio de CONAFE y EMELAT fue el de Ingresos, a través del método de flujos de caja descontados. Este enfoque se basa en que el valor de cualquier activo o compañía puede ser estimado determinando los flujos de caja futuros que son generados por el activo.

Las proyecciones de ingresos, costos y gastos están basadas en información histórica y estimaciones realizadas en conjunto con la Administración.

Los flujos fueron proyectados bajo el supuesto de una empresa en marcha, en términos nominales, considerando un período de proyección explícito de 8 años (2015-2022), luego del cual se considera una perpetuidad (2023 en adelante).

#### **Ingresos, venta de energía**

Para CONAFE, en el período de proyección explícito, los clientes crecen a una TACC de 2,6% y las ventas físicas (GWh) crecen en un 4,8%.

En el caso de EMELAT, en el período explícito de proyección, los clientes crecen a una TACC de 2,8% y las ventas físicas (GWh) crecen en un 5,7%.

Luego del período de proyección explícito, los ingresos crecen a una tasa de crecimiento anual vegetativa de 3% a perpetuidad, en línea con la inflación proyectada.

#### **Compra de energía**

El volumen físico de compra de energía se determina en función de la estimación de ventas físicas y de las pérdidas de energía. Los precios de compra están en función de los contratos vigentes.

#### **Margen de distribución**

A partir de los volúmenes de venta de energía, de las compras y un escenario de ajustes tarifarios de -5% en 2017 y 2021 se determinó el margen de distribución tanto de CONAFE como EMELAT.

#### **Costos**

Los costos operacionales se proyectan indexados al IPC principalmente, considerando también el número de clientes, entre otras variables.

## **ANEXO IV**

### **Margen de servicios asociados**

**Servicios regulados:** Esta partida comprende principalmente: Arriendo de medidor, corte y reposición de servicio, cargo fuera de plazo, apoyo en postes, ejecución o instalación de empalmes y mantenimiento de alumbrado público.

La demanda se estimó fundamentalmente en función del crecimiento del número de clientes, salvo en el servicio de Apoyo en Postes donde se supuso un crecimiento de 3% anual.

En cuanto a las tarifas, se estimaron en función de las actualmente vigentes indexadas de acuerdo al IPC y PPI principalmente, con ajustes puntuales en las fijaciones de los años 2017 y 2021.

**Servicios no regulados:** comprenden principalmente: Obras a terceros, minería, venta de materiales, OPI (Oferta Potencia de Invierno), entre otros.

Se proyectaron en función del comportamiento histórico tanto en términos de demanda como de margen promedio.

**Depreciación:** Se estimó en función de la vida útil promedio de los bienes del activo fijo, además considera efecto de revaluación de activos en los años 2016, 2019 y 2022; esto de acuerdo a la información entregada por el cliente.

**Capex:** Se proyectó como un porcentaje de Capex sobre depreciación, considerando inversiones en renovación de activos, inversiones en nuevos clientes y otras inversiones.

**Capital de trabajo:** La necesidad de capital de trabajo se proyectó en base a los días de rotación de las cuentas por cobrar, cuentas por pagar e inventario, con la información proporcionada por la empresa. Y teniendo en cuenta la relación histórica de capital de trabajo sobre ventas.

Esto resultó en un nivel de capital de trabajo normalizado como porcentaje de las ventas que representa 10,3% para CONAFE y 10,8% para EMELAT.

**Impuestos:** La tasa de impuesto a la renta utilizada para la proyección fue de un 22.5% el 2015, 24% el 2016, 25.5% el 2017 y 27% del 2018 en adelante, lo que corresponde al sistema parcialmente integrado.

**Flujos de caja:** Con los supuestos anteriores se procedió a calcular los flujos de caja libres desde el 2015 al 2022.

A estos flujos se agregó un valor terminal de los flujos de la perpetuidad considerando con un crecimiento de los ingresos de 3% a perpetuidad.

**Consideraciones adicionales:** Cabe mencionar que en la estimación del valor razonable del patrimonio, se ha agregado la cuenta referente a las reliquidaciones, las cuales son producto de los ajustes tarifarios retroactivos.

#### **ANEXO IV**

#### **Factores que pueden tener un impacto significativo en la valoración**

**Tasa de crecimiento a largo plazo:** La tasa de crecimiento a largo plazo utilizada es de un 3% anual para ambas compañías, porcentaje que al verse alterado afecta el valor de la empresa y por consiguiente el valor del patrimonio.

En caso que la tasa de crecimiento se vea afectada los resultados de la valoración variarán.

**Tasa de descuento:** Tasa de descuento utilizada corresponde a la tasa WACC, que considera valor del dinero en el tiempo y los riesgos de las empresas. La tasa para esta valoración fue de 9,2% nominal en pesos chilenos.

En caso de que se produzca un cambio significativo en los componentes de la tasa de descuento, los resultados de esta valoración se verán afectados.

**Crecimiento de ingresos:** El crecimiento promedio de los ingresos durante el período de proyección explícito es de 9,9% y 11,4% para CONAFE y EMELAT, respectivamente. Este crecimiento depende del crecimiento de los clientes, de las ventas físicas y de los factores de indexación.

En caso que el crecimiento real de los clientes, las ventas físicas y los ajustes tarifarios reales difieran de manera significativa de las proyecciones, la valoración se verá afectada.

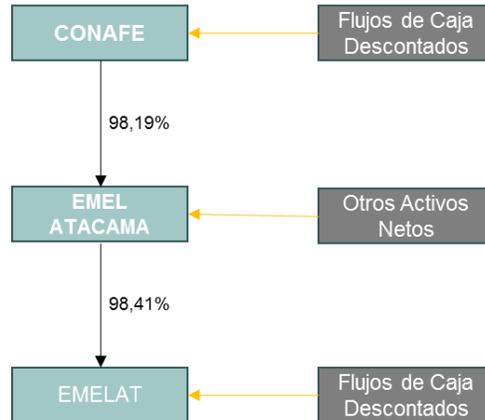
#### ANEXO IV

##### (6) Valoración

La fusión se realiza entre CONAFE y Emel Atacama, para lo cual es importante tener en cuenta las siguientes consideraciones:

- La valoración de CONAFE a nivel individual se ha realizado a través de la metodología de los flujos de caja descontados.
- CONAFE tiene un porcentaje de participación en Emel Atacama de 98,19%. A su vez, Emel Atacama es un holding que posee un 98,41% de participación en EMELAT, la cual es la empresa operativa.
- Por lo anterior, para estimar el valor económico del patrimonio de Emel Atacama, primero se ha estimado el valor económico del patrimonio de EMELAT por la metodología de flujos de caja descontados.
- Luego, al valor de la participación de Emel Atacama en el patrimonio de EMELAT estimado anteriormente, se le ha sumado el valor de los otros activos netos de Emel Atacama.
- De esta forma, teniendo las valoraciones de CONAFE y Emel Atacama, se ha realizado el cálculo de la relación de canje para la fusión entre CONAFE y Emel Atacama.

Esquema de metodología de valoración utilizado para cada empresa



Fuente: Elaboración Propia

## ANEXO IV

### Valoración EMELAT

A continuación se presentan los flujos de caja operativos a descontar para el período de proyección.

31-12-2014	Proyectado							
EMELAT - MM CLP	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>(536)</b>	<b>2.132</b>	<b>1.004</b>	<b>2.071</b>	<b>2.310</b>	<b>2.855</b>	<b>1.228</b>	<b>2.835</b>
Valor terminal								77.970

Habiendo considerado esto, la valoración de EMELAT resulta en:

<b>Enterprise Value</b>	<b>49.466</b>
Deuda Financiera	(16.221)
Caja	483
Otros activos no operacionales	9.796
Otros pasivos no operacionales	(4.786)
<b>Equity Value Total</b>	<b>38.738</b>

### Valoración Emel Atacama

El valor económico del patrimonio de Emel Atacama fue estimado como:

- (i) La suma de los otros activos de Emel Atacama y
- (ii) El porcentaje de participación de Emel Atacama en el patrimonio de EMELAT.

	MM CLP	
Patrimonio Contable	22.089	
<hr style="border-top: 1px dashed black;"/>		
Ajustes		
Inversiones en empresas relacionadas	(18.320)	
Plusvalía	(2.558)	
Subtotal ajustes	(20.878)	
<hr style="border-top: 1px dashed black;"/>		
Valor activos propios	1.211	
Participación en EMELAT (Valor Razonable)	38.120	98,4050%
<b>Valor económico patrimonio</b>	<b>39.332</b>	

Valor económico patrimonio - EMEL Atacama (MM CLP)			
WACC			
	8,7%	9,2%	9,7%
2,5%	39.831	36.776	34.144
3,0%	42.880	<b>39.332</b>	36.312
3,5%	46.520	42.339	38.833
G			

## ANEXO IV

### Valoración CONAFE (Individual)

A continuación se presentan los flujos de caja operativos a descontar para el período de proyección.

31-12-2014	Proyectado							
CONAFE - MM CLP	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>12.904</b>	<b>12.692</b>	<b>3.412</b>	<b>10.069</b>	<b>17.917</b>	<b>17.113</b>	<b>15.231</b>	<b>19.917</b>
Valor terminal								291.339

Habiendo considerado esto, la valoración de CONAFE individual resulta en:

<b><u>Enterprise Value</u></b>	<b><u>225.708</u></b>
Deuda financiera	(73.120)
Caja	36.603
Otros activos no operacionales	1.124
Participación en Emel Atacama	38.620
Otros pasivos no operacionales	(10.905)
<b><u>Equity Value Total</u></b>	<b><u>218.030</u></b>

**ANEXO IV**

**(7) Relación de Valores**

Según las estimaciones, por cada acción de Emel Atacama, habría que emitir 2,371 acciones de CONAFE.

**Valor Acción CONAFE - CLP**

WACC			
G	8,7%	9,2%	9,7%
2,5%	1.143,41	1.084,00	1.032,90
3,0%	1.209,45	<b>1.139,83</b>	1.080,68
3,5%	1.288,31	1.205,54	1.136,24

**Valor Patrimonio CONAFE - MM CLP**

WACC			
G	8,7%	9,2%	9,7%
2,5%	218.717	207.351	197.576
3,0%	231.348	<b>218.030</b>	206.717
3,5%	246.433	230.600	217.344

**Valor Acción EMEL Atacama - CLP**

WACC			
G	8,7%	9,2%	9,7%
2,5%	2.736,51	2.526,64	2.345,79
3,0%	2.945,97	<b>2.702,21</b>	2.494,76
3,5%	3.196,09	2.908,86	2.667,94

**Valor Patrimonio EMEL Atacama - MM CLP**

WACC			
G	8,7%	9,2%	9,7%
2,5%	39.831	36.776	34.144
3,0%	42.880	<b>39.332</b>	36.312
3,5%	46.520	42.339	38.833

**Relación de Canje\*\***

WACC			
G	8,7%	9,2%	9,7%
2,5%	2,3933	2,3309	2,2711
3,0%	2,4358	<b>2,3710</b>	2,3085
3,5%	2,4808	2,41291	2,3481

\*\* : Número de acciones de CONAFE por acción de Emel Atacama

## **ANEXO IV**

### **(8) Objetivos, Alcances y limitaciones del trabajo realizado**

#### **Objetivo y Alcance**

Nuestro trabajo consistió en la determinación de la ecuación de canje accionario al 31 de diciembre de 2014 (Fecha de Valoración) para la fusión de las sociedades:

- (i) Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A., y;
- (ii) Emel Atacama S.A.

No existe un método estándar o universal que proporcione un valor irrefutable de una empresa, habida cuenta de que entre los elementos al valorar se encuentran, entre otros muchos de carácter material y objetivo, la capacidad de gestión de unos hombres y las características y evoluciones del mercado.

Por el contrario, sí que existen fórmulas aceptadas como útiles para establecer parámetros de razonabilidad del valor.

Nuestro trabajo estuvo basado, fundamentalmente, en información histórica que se nos proporcionó y entrevistas con la Administración de Compañía Nacional de Fuerza Eléctrica S.A. y Emel Atacama S.A.

#### **Limitaciones**

Consideramos conveniente destacar que la elaboración de las proyecciones, la determinación de los criterios y premisas sobre los que están basados, así como el detalle de la información pertinente que pudiera afectar a la ejecución de los mismos, fueron realizados en conjunto con la Administración.

No asumimos ninguna responsabilidad con respecto a la probabilidad de que las proyecciones sean alcanzables, dado que los resultados reales podrían ser diferentes puesto que frecuentemente los acontecimientos y las circunstancias no resultan tal y como se esperaba y las proyecciones abarcan un amplio período futuro en el que hay riesgos subyacentes. Por tal motivo, no se emitirá una opinión sobre las probabilidades de realización de las premisas y supuestos utilizados en las proyecciones financieras así como tampoco emitirá opinión respecto a los valores utilizados.

Nuestro trabajo no representa una auditoría conforme con las normas generalmente aceptadas de auditorías y por lo tanto no debe ser interpretado como tal. Si bien nuestros servicios incluyen el análisis de la información financiera y de los registros contables de la Sociedad, los procedimientos acordados con el cliente no constituyeron la realización de una auditoría completa de acuerdo con normas de auditoría generalmente aceptadas.

No sometimos la información contenida en nuestro informe a procedimientos de verificación. Por tanto, nuestro trabajo no tiene por objeto la emisión de un informe de auditoría sobre los estados financieros o cualquier otra información financiera de la Sociedad puesta a nuestra disposición.

En caso que los estados financieros presenten deficiencias los resultados de nuestro trabajo podrían verse afectados.