

25 de abril de 2018

---

# Informe al Comité de Directores de Masisa S.A.

# Información importante

- LarrainVial Servicios Profesionales Limitada (“**LarrainVial**”) fue contratado por Masisa S.A. (“**Masisa**”) para actuar como evaluador independiente del Comité de Directores de la compañía (el “**Comité**”) con respecto a la Transacción Propuesta (según dicho término se define más adelante). El alcance de este informe es equivalente a lo contemplado en la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas en su artículo 147, referido a evaluadores independientes
- Este informe debe ser leído en su conjunto, cualquier difusión o distribución parcial del mismo debe ser previamente autorizada por LarrainVial
- Para la elaboración del presente informe, LarrainVial se ha basado en información entregada por Masisa y sus filiales, además de información pública, respecto de las cuales LarrainVial no puede garantizar, de manera directa o indirecta, su exactitud, precisión, autenticidad, validez o integridad. Asimismo, LarrainVial ha confiado que las estimaciones, proyecciones y pronósticos recibidos han sido preparados de buena fe por parte de la respectiva administración, asesor o experto. Si bien LarrainVial ha analizado las proyecciones provistas y considera que son estimaciones razonables, no asume responsabilidad alguna respecto de la información revisada ni por las conclusiones que puedan derivarse de cualquier error o inexactitud de dicha información
- El análisis y las conclusiones del presente informe constituyen el mejor parecer u opinión de LarrainVial a esta fecha en relación a la Transacción Propuesta en base a la información que se tuvo disponible. Estas conclusiones se basan en condiciones de mercado, condiciones financieras, contingencia económica y regulación vigente a la fecha del presente informe, entendiéndose que podrían ocurrir eventos, acontecimientos o situaciones futuras que modificasen las conclusiones aquí expuestas. LarrainVial no asume la obligación de revisar o actualizar este informe, ni de comunicar las variaciones que pudiesen surgir a partir de nuevos antecedentes
- LarrainVial está actuando como evaluador independiente del Comité en la Transacción Propuesta y no ha asumido un compromiso u obligación alguna de prestar servicios legal, contable, o tributario, ni de realizar un proceso de *due diligence* de las compañías objeto de la Transacción Propuesta. El contenido de este informe no debe ser considerado como una asesoría legal, contable ni tributaria. Cualquier referencia, directa o indirecta, a aspectos legales, contables o tributarios debe ser entendido como un análisis general en el contexto del análisis financiero realizado por LarrainVial

# Contenido

- I. Resumen Ejecutivo
- II. Descripción de la Transacción Propuesta
- III. Análisis de las razones que justificarían la Transacción Propuesta
- IV. Rango de valorización
- V. Conclusiones

## Anexos

- I. Antecedentes de mercado
- II. Antecedentes financieros
- III. Parámetros de valorización

Capítulo I

---

# Resumen ejecutivo

# Resumen ejecutivo

<b>Rol de evaluador independiente</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ LarrainVial ha sido contratado por Masisa para asistir a su Comité de Directores y actuar como evaluador independiente en la Transacción Propuesta</li> <li>■ El presente informe considera una descripción de la Transacción Propuesta y un análisis de sus efectos y potenciales impactos desde la perspectiva de Masisa, incluyendo si esta contribuye o no al interés social de la compañía</li> <li>■ A solicitud de Masisa, el presente informe incluye además la valorización de su filial chilena Inversiones Internacionales Terranova S.A. (“IITSA”), cuyo principal activo son las acciones y derechos sociales de los activos de Masisa en Venezuela (“Masisa Venezuela”), y una estimación de las condiciones de la transacción descrita a continuación para que esta contribuya al interés social de Masisa</li> </ul>
<b>Antecedentes y descripción de la transacción</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Actualmente, Masisa es controlada en un 67% por Grupo Nueva. A su vez, Masisa participa en un 60% de IITSA, mientras que el restante 40% pertenece al Grupo Nueva</li> <li>■ Con fecha 8 de marzo de 2018, la administración de Masisa propone al directorio de la compañía (el “Directorio”) una reorganización societaria (la “Transacción Propuesta”) que contempla una serie de etapas cuyo propósito es simplificar la estructura societaria de Masisa y ganar eficiencia y flexibilidad para futuras oportunidades y desafíos de sus operaciones en Venezuela</li> <li>■ De acuerdo a lo informado por Masisa vía Hecho Esencial en esta misma fecha, la operación contempla cuatro pasos que se ejecutarían en una misma fecha y momento:             <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Aumento de capital en IITSA por el monto equivalente a la deuda intercompañía que mantiene IITSA con Masisa (“Deuda IITSA”) que será pagado en caja por Grupo Nueva (40%) y mediante las capitalización parcial de la Deuda IITSA por parte de Masisa (60%)</li> <li>2. Pago por parte de IITSA del remanente de la Deuda IITSA, equivalente al 40% de la deuda</li> <li>3. Distribución a los accionistas de Masisa de un dividendo extraordinario por un monto equivalente al pago del punto anterior</li> <li>4. Adquisición del 40% de IITSA por parte de Masisa, o por una filial de ésta, que pasará a controlar el 100% de la sociedad</li> </ol> </li> <li>■ El Directorio estableció que la operación se someterá a las normas establecidas en Chile que rigen a las operaciones entre partes relacionadas</li> <li>■ El Comité solicitó a LarrainVial el análisis adicional del efecto tributario de la Transacción Propuesta en Masisa</li> </ul>
<b>Conclusiones</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ De acuerdo a los antecedentes recibidos y los análisis realizados, la Transacción Propuesta, en los términos que se describen en este informe, contribuye al interés social de Masisa</li> <li>■ El rendimiento del precio por acción de Masisa desde el anuncio de la Transacción Propuesta a la fecha, que han estado por sobre los comparables locales y por sobre el mercado local, es un indicador que confirma la visión positiva del mercado respecto a la reorganización societaria</li> <li>■ El rango de precio estimado por el 40% de las acciones de IITSA es entre USD 19,2 millones y USD 23,7 millones</li> </ul>

Capítulo II

---

# Descripción de la Transacción Propuesta

# Alcance del trabajo de LarrainVial e información disponible

## Alcance del trabajo de LarrainVial

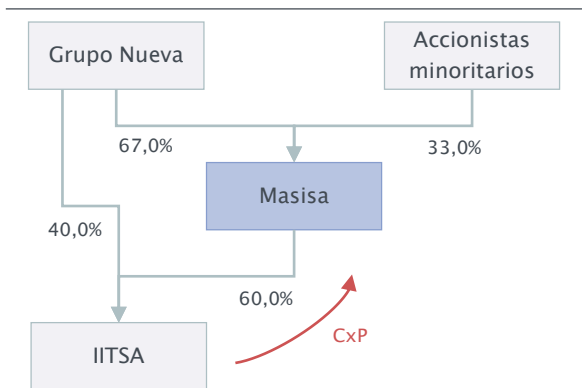
- LarrainVial fue contratado como evaluador independiente del Comité con respecto a la Transacción Propuesta. El alcance del encargo del Comité es equivalente a lo contemplado en la Ley N° 18.046 de Sociedades anónimas en su artículo 147, referido a evaluadores independientes
- El presente informe considera los siguientes aspectos:
  - Descripción de la reorganización propuesta
  - Análisis de las razones que justificarían la Transacción Propuesta y sus potenciales impactos con el fin de estimar si la misma contribuye al interés social de Masisa
  - Valorización del 40% de IITSA en el contexto de la Transacción Propuesta
  - Evaluación de los términos y condiciones más convenientes de la adquisición del 40% de IITSA teniendo en cuenta que contribuya al interés social de Masisa
- Se deja constancia que el presente informe no considera un análisis de alternativas de reorganización distintas a la Transacción Propuesta, pues no está dentro del alcance del encargo del Comité
- Adicionalmente, el informe tampoco considera una evaluación de si la Transacción Propuesta se ajusta en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación, puesto que no se ha dado a conocer una propuesta específica por parte Grupo Nueva o de Masisa en relación al precio del 40% de IITSA

## Información disponible

- Para elaborar el presente informe, LarrainVial utilizó información pública de las compañías que forman parte de la Transacción Propuesta y de otras compañías de la industria forestal presentes en Latinoamérica
- Adicionalmente, Masisa puso a disposición de LarrainVial antecedentes de la Transacción Propuesta y de las compañías en análisis. La información incluía información histórica, proyecciones financieras de las distintas unidades de negocio de Masisa Venezuela, informes de asesores externos de carácter legal y tributario, y proyecciones financieras de Masisa Forestal S.A. (“**Masisa Forestal**”) de modo a evaluar eventuales sinergias de la transacción
- Finalmente, LarrainVial participó de reuniones presenciales y llamadas telefónicas con la administración de Masisa y Masisa Venezuela, incluyendo una presentación de la administración de Masisa Venezuela realizada el 5 de abril de 2018

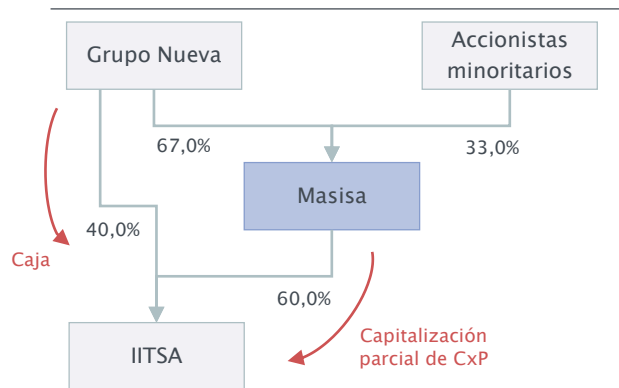
# Descripción de la Transacción Propuesta

## 1) Situación actual simplificada



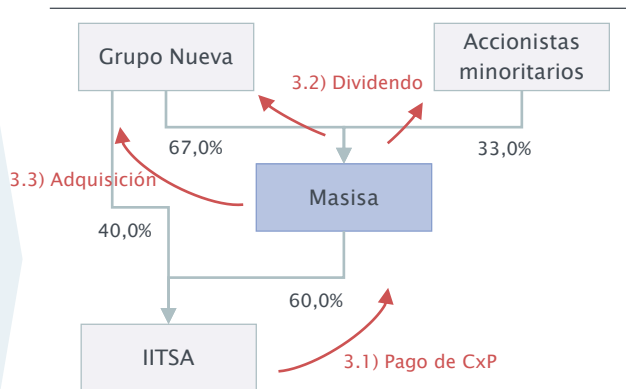
*IITSA debe USD 574 millones<sup>1</sup> a Masisa*

## 2) Aumento de capital en IITSA



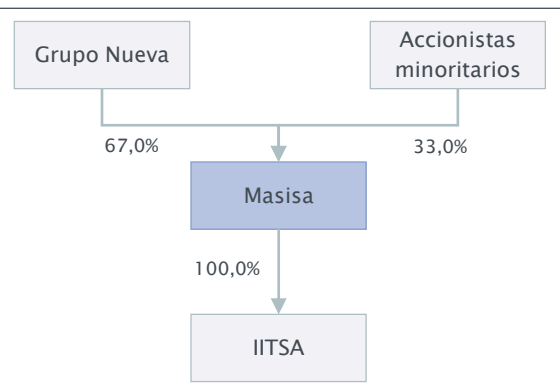
*Aumento de capital en IITSA a ser suscrito en caja por Grupo Nueva y a través de la capitalización parcial de la cuenta por Pagar (CxP) con Masisa*

## 3) Pago de CxP, dividendo y adquisición



*Pago del remanente de CxP a Masisa, distribución de dividendo de Masisa y adquisición por parte de esta última del 40% de IITSA perteneciente a Grupo Nueva*

## 4) Situación final post Transacción Propuesta



*Masisa es propietaria del 100% de las acciones de IITSA*

- La transacción considera los siguientes pasos:
  - Aumento de capital en IITSA por el monto equivalente a su deuda con Masisa (USD 574 mm) de los cuales 40% (USD 230mm) será suscrito en caja por Grupo Nueva y el remanente 60% (USD 344mm) será suscrito por Masisa a través de la capitalización parcial de la CxC que mantiene a IITSA
  - Pago de la deuda remanente de IITSA con Masisa (USD 230mm)
  - Distribución a los accionistas de Masisa de un dividendo por un monto igual al pago del punto anterior (USD 230mm)
  - Masisa adquiere el 40% de IITSA y pasa a controlar el 100% de las acciones

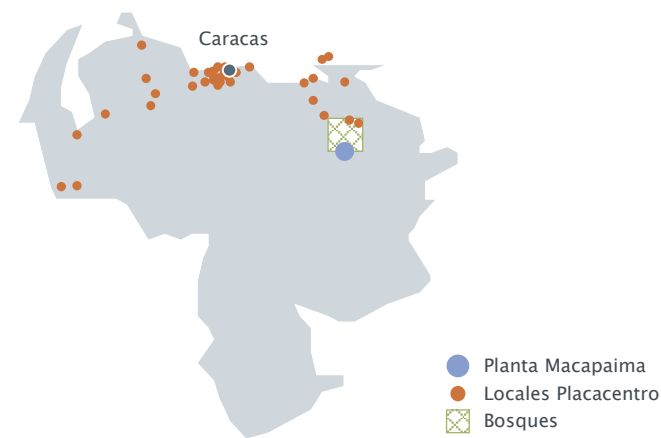
<sup>1</sup> Montos estimados al 28 de febrero de 2018. Los definitivos se calcularán en el momento de ejecutarse la transacción



# Descripción general de Masisa Venezuela

- Masisa Venezuela es un conglomerado de cuatro compañías:
  - Terranova de Venezuela, negocio forestal
  - Andinos, aserradero
  - Fibranova, tableros MDF y MDP<sup>1</sup>
  - Oxinova, producción de resina
- Las operaciones se concentran en la Planta Macapaima, ubicada a 800 km de la ciudad de Caracas. En esta planta, la compañía produce MDF, MDP, Melamina y madera aserrada
- Actualmente, es el único productor en Venezuela de MDF y MDP, y es el mayor productor de madera aserrada del país
- Además, la compañía cuenta con 46 locales Placacentro en Venezuela

## Activos actuales de Masisa Venezuela



### Negocio forestal: Patrimonio forestal al 31 de diciembre de 2017

Tipo de plantación	Superficie (ha)	% del total de Masisa
Plantaciones pino	87.398	53,4%
Plantaciones eucaliptus	16	0,1%
Plantaciones otras especies	7.122	98,1%
Terrenos por forestar	19.941	59,7%
Bosque nativo y reservas	2.082	6,1%
Otros terrenos	30.782	69,8%
<b>Total</b>	<b>147.341</b>	<b>48,6%</b>

Fuente: Masisa

Nota: Del total de las hectáreas de Masisa Venezuela, el 27% de los terrenos son propiedad de la compañía. El restante 73% es propiedad del Gobierno venezolano, respecto del cual Masisa tiene el 100% de los derechos de usufructo y arriendo

### Negocio industrial: Capacidad instalada planta Venezuela

Planta Macapaima	Capacidad (m <sup>3</sup> /año)	% del total de Masisa
MDF	310.000	30,4%
MDP	120.000	30,0%
Melamina	60.000	6,2%
Aserradero	150.000	36,1%

Fuente: Masisa

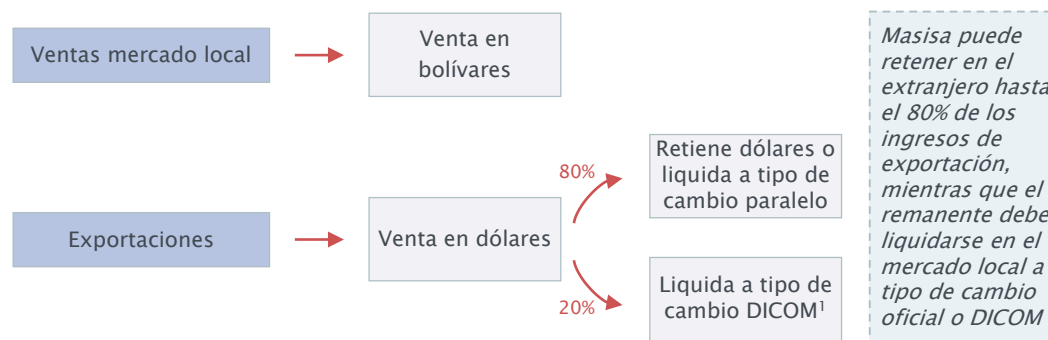
<sup>1</sup> MDF: *Medium Density Fiberboard*, MDP: *Medium Density Particleboard*

# Descripción del negocio de Masisa Venezuela

## Modelo de negocios de Masisa Venezuela simplificado



## Acceso a dólares de Masisa Venezuela



<sup>1</sup> Sistema de Divisas de Tipo de Cambio Complementario Flotante de Mercado (Ministerio del Poder Popular de Economía y Finanzas de Venezuela)

- Masisa Venezuela opera los tres eslabones de la cadena de valor: negocio forestal, negocio industrial y distribución
- En Venezuela, el negocio forestal está íntimamente relacionado al negocio industrial. Durante el año 2017, Masisa Venezuela Forestal cosechó y vendió cerca de 350 mil m<sup>3</sup> que fueron entregados casi en su totalidad a las plantas industriales de tableros y aserradero de Masisa Venezuela en Macapaima
- En Venezuela está vigente un control de tipo de cambio que regula el acceso a divisas. A pesar de esto, existe un mercado paralelo no oficial de compraventa de divisas
- La moneda local, el bolívar, ha sufrido grandes devaluaciones durante los últimos años, y la inflación ha alcanzado niveles records en los últimos meses (hiperinflación)
- A pesar de lo anterior, Masisa Venezuela ha logrado exitosamente acceder a dólares a través de un incremento en sus exportaciones
  - Las normas cambiarias permiten actualmente retener en el extranjero, con libre disposición, hasta el 80% de los ingresos de exportación; mientras que el 20% remanente debe liquidarse en el mercado venezolano al tipo de cambio oficial (tipo de cambio DICOM)
  - Este mecanismo ha generado suficiente disponibilidad de divisas para cubrir las necesidades de importación de insumos y repuestos
- Debido a esto, las exportaciones juegan un rol relevante en el acceso a dólares que actualmente tiene la compañía y se espera que durante los próximos años se mantengan o incluso aumenten las ventas de exportación de Masisa Venezuela

Capítulo III

---

# Análisis de las razones que justificarían la Transacción Propuesta

# Razones que justificarían la transacción desde la perspectiva de Masisa

1	Focalizar la actividad comercial en negocios forestales y de mayor valor agregado	Estratégica
2	Alta competitividad de operación en Venezuela para negocio de exportación	Industrial-Táctica
3	Alineación de intereses a través de un único vehículo de inversión para la región	Financieras
4	Simplificación en la toma de decisión ganando eficiencia y flexibilidad futura	
5	Simplificación y optimización de la estructura de capital	
6	Importante reserva de valor del activo objetivo	

# Análisis de las razones que justificarían la Transacción Propuesta (1 / 3)

## 1 Focalizar la actividad comercial en negocios forestales y de mayor valor agregado

- Durante el año 2017, Masisa comenzó un proceso de transformación trascendental que *“trata de focalizarse más en fortalezas comerciales para acercar la empresa cada vez más al cliente final [...]; siempre manteniendo y potenciando su patrimonio forestal, su activo más sólido”*. En efecto, en julio de 2017, Masisa anunció vía Hecho Esencial la venta de su negocio industrial en Argentina, el 6 de diciembre la venta de sus activos en Brasil, y la venta de México se mantiene pendiente a la espera de aprobaciones de la autoridad de libre competencia de dicho país. Estas operaciones le han permitido *“enfocar su actividad comercial en sus negocios forestales y de mayor valor agregado [...], manteniendo su capacidad productiva para abastecer la región desde Chile y Venezuela”*<sup>2</sup>
- Este cambio estratégico respondió a la necesidad de la compañía de reducir su nivel de endeudamiento a la vez de reducir sus necesidades de inversión futura y le han permitido volcar sus esfuerzos en sus fortalezas y ventajas competitivas, como la innovación y el diseño, con el objetivo de aumentar su rentabilidad en el largo plazo, generando valor a sus accionistas
- En este contexto, la Transacción Propuesta, si bien considera aumentar su participación en un activo industrial, al mismo tiempo significa incrementar la exposición a una de las mayores reservas de volumen forestal de la compañía y, por lo tanto, está en línea con la estrategia de potenciar su patrimonio forestal para abastecer la región desde Chile y Venezuela

## 2 Alta competitividad de operación en Venezuela para negocio de exportación

- El aumento de participación de Masisa en Masisa Venezuela permitirá tener mayor exposición a las atractivas condiciones competitivas de esta operación sustentadas en:
  - Amplia oferta forestal del país con cerca de 1,5 millones de hectáreas de bosques plantadas asegura un suministro a largo plazo,
  - Costos de materia prima y costos variables en niveles atractivos comparado con precios internacionales, y
  - Acceso al mercado internacional a través de exportaciones que, bajo ciertas condiciones que se detallan más adelante, permiten mantener una porción relevante de la operación en dólares
- Ventajas logísticas por cercanía de principales mercados tales como Estados Unidos, Colombia y Ecuador

## 3 Alineación de intereses a través de un único vehículo de inversión para la región

- La incorporación del 40% de IITSA de propiedad de Grupo Nueva a Masisa permitirían integrar, en un único vehículo, todas las inversiones de Grupo Nueva en la industria forestal en Latinoamérica, eliminando los potenciales conflictos de interés existentes en el desarrollo del negocio que, de mantenerse la estructura actual, podrían afectar a los accionistas minoritarios de Masisa
- Dado que el mercado podría estar castigando la existencia del conflicto de una exposición directa de Grupo Nueva en Masisa Venezuela<sup>3</sup>, resulta razonable considerar que si Grupo Nueva reduce sus potenciales conflictos de interés y disminuye sus problemas de agencia con Masisa, esta última ve favorecida su valorización

<sup>1</sup> Extracto del Mensaje del Presidente de la Memoria 2017 de Masisa

<sup>2</sup> Hecho Esencial del 17 de julio de 2017

<sup>3</sup> Lefort, Walker, 2005, *“The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout in Chile”*

## Análisis de las razones que justificarían la Transacción Propuesta (2/3)

### 4 Simplificación en la toma de decisión permitiría ganar eficiencia y flexibilidad futura

- El entorno económico y político en el que se desenvuelve Masisa Venezuela es desafiante, con altos grados de incertidumbre y en constante cambio. Contar con el 100% de la propiedad de la compañía le genera indudables beneficios en cuanto a eficiencia y flexibilidad en la toma de decisión para enfrentar desafíos y oportunidades futuras
- La agilidad de las compañías es un importante catalizador de buena salud organizacional y esta última tiene una alta correlación con la creación de valor de las compañías<sup>1</sup>
- Si bien la simplificación en la toma de decisión no garantiza un aumento en la agilidad de una compañía, al menos, no debiera disminuirla

### 5 Simplificación y optimización de la estructura de capital

- La Transacción Propuesta cancela la deuda intercompañía que existe entre IITSA y Masisa, que, atendida la situación de crisis política y económica de dicho país, aísla de mejor forma el riesgo de la operación de Masisa Venezuela
  - Si bien esto no garantiza la generación de valor para los accionistas de Masisa, al menos despeja la incertidumbre asociada al pago efectivo de la deuda que IITSA tiene actualmente con Masisa y simplifica el análisis de los resultados financieros de dicha operación
- Adicionalmente, la distribución del dividendo adicional por el 40% del monto de la Deuda IITSA a los accionistas de Masisa por aproximadamente USD 230 millones tendría los siguientes efectos: (i) generaría un beneficio inmediato a los accionistas de Masisa de aproximadamente CLP 17,6 por acción, contrarrestado por la eventual disminución de valor de mercado posterior a la distribución del dividendo, y (ii) optimizaría la estructura de capital de la compañía
- Respecto del segundo efecto del punto anterior se puede comentar lo siguiente:
  - Existen múltiples puntos de vista para evaluar si una estructura de capital es mejor que otra. Distintas perspectivas, tales como financiera, tributaria u otra, pueden tener condiciones opuestas a la hora de evaluar la conveniencia de una u otra estructura de capital
  - Por ejemplo, desde una perspectiva exclusivamente tributaria, conviene aumentar significativamente el endeudamiento de una compañía que tenga utilidad neta positiva de modo que el aumento en los gastos financieros por intereses permitan disminuir el pago de impuestos corporativos. Sin embargo, desde el punto de vista financiero esto podría no ser conveniente pues el aumento relevante en el endeudamiento de la compañía podría subir significativamente el costo financiero de la deuda
  - Consideramos que una estructura de capital es mejor que otra desde un punto de vista financiero si es que esta genera valor a los accionistas de la compañía. De manera simplificada, desde este punto de vista, una estructura de capital más endeudada que otra, considerando la misma base de activos, será más conveniente que una estructura menos endeudada por (i) un menor pago de impuestos producto de los mayores gastos financieros de la estructura más apalancada y (ii) una menor tasa de descuento exigida, siempre que el aumento de la deuda neta de caja –producido, por ejemplo, producto de una distribución de dividendo– no genere un aumento significativo en el costo de la misma

<sup>1</sup> Bazigos, De Smet, y Gagnon, 2015. "Why Agility Pays", McKinsey Quarterly, McKinsey & Company

## Análisis de las razones que justificarían la Transacción Propuesta (3/3)

6

### Importante reserva de valor del activo objetivo

- Los resultados que se detallan más adelante muestran que el rango razonable de valorización del 40% de IITSA en el contexto de la Transacción Propuesta, implica una adquisición que sería atractiva para Masisa y sus accionistas en términos comparativos de múltiplos de valorización, como por ejemplo el múltiplo Valor Compañía dividido en EBITDA (“EV/EBITDA”). En otras palabras, el precio a pagar por el 40% de IITSA tendría implícito un descuento respecto de los múltiplos a los cuales la acción de Masisa transa actualmente en la Bolsa de Comercio de Santiago. Lo anterior implicaría una transacción comúnmente conocida como *accretive*, en oposición a una transacción *dilutive*, o dilutiva en español
- Sin embargo, no tiene sentido indicar que una transacción genera valor para los accionistas si se compra a un múltiplo menor al que el mercado valora al comprador. Si un comprador que transa a X veces EV/EBITDA adquiere a una compañía que transa a por debajo de X veces EV/EBITDA, y, siempre y cuando el precio de la adquisición sea justo o de mercado, a continuación de la adquisición el múltiplo EV/EBITDA de la compañía resultante debiera disminuir para reflejar que su portafolio de negocios incluyó uno que se valora con un menor múltiplo de mercado. En otras palabras, el múltiplo pagado por la adquirida, por sí mismo, es irrelevante para evaluar si una transacción es beneficiosa para la compañía adquirente y, por lo tanto, para sus accionistas, o no
- Por otro lado, si se completa la Transacción Propuesta, Masisa contaría con el 100% de IITSA y, por lo tanto, alineado con su estrategia de potenciar su negocio forestal para abastecer la región desde Chile y Venezuela, podría reorganizar su negocio forestal presente en los países recién mencionados bajo una misma sociedad. Dicha reorganización podría generar importantes sinergias administrativas, financieras y tributarias, entre otras, que de forma independiente (i.e. sin una combinación de negocios) no se generarían
- Si bien existe consenso de que, en muchas ocasiones, las sinergias son incorrectamente valorizadas, inadecuadamente planificadas y mucho más difíciles de crear en la práctica de lo que se cree<sup>1</sup>, el valor de éstas es evidentemente beneficioso para Masisa y, por lo tanto, contribuye a su interés social

<sup>1</sup> Damodaran, 2005. “The Value of Synergy”. Stern School of Business

## Otras consideraciones relevantes analizadas a solicitud del Comité

### A Conveniencia del aumento de capital en reemplazo de las acreencias contra IITSA

- Resulta evidente la conveniencia el aumento de capital que permita recibir el pago del 40% de la deuda de IITSA con Masisa, versus declarar dicha porción como incobrable o, alternativamente, capitalizar el 100% de la deuda
  - El caso que contempla la Transacción Propuesta es beneficioso para Masisa puesto que un tercero –que si bien en este caso resulta ser el accionista controlador de Masisa, pero para efectos del análisis financiero esto no tiene relevancia– está dispuesto a asumir su deuda a pesar de que ésta es evidentemente mayor al valor contable de los activos y, como veremos más adelante, mayor al valor económico de los activos
  - Cabe destacar que en el caso de la Transacción Propuesta, Grupo Nueva está cumpliendo con un compromiso asumido en el año 2003, mediante el cual constituyó una fianza simple para asegurar el pago de hasta el 40% de los préstamos otorgados por Masisa a IITSA

### B Dividendo adicional y situación financiera de Masisa

- Ya en 1961, Modigliani y Miller concluían que en un mercado de capitales sin imperfecciones tales como impuestos, información asimétrica y costos de agencia, la política de dividendos es irrelevante para la riqueza de los accionistas porque no afecta el valor de la firma<sup>1</sup>. Sin embargo, reacciones positivas en retornos accionarios ante aumentos en la política de dividendos y reacciones negativas en caso contrario han sido estudiadas y demostradas empíricamente a nivel internacional y local<sup>2</sup>. Lo anterior sugiere que el anuncio del dividendo sí contribuye al interés social de Masisa y sus accionistas
- Desde un punto de vista legal, el Artículo 2053 de Código Civil establece que el interés social de una compañía consiste precisamente en la obtención de utilidades para ser distribuidas a los accionistas. En este sentido, la distribución del dividendo que forma parte de Transacción Propuesta, sí contribuye al interés social de Masisa
- En relación al dividendo extraordinario a sus accionistas en el contexto de la situación financiera de Masisa, podemos destacar lo siguiente:
  - El efecto neto en caja de Masisa de La Transacción Propuesta se circunscribe solo al precio a pagar por el 40% de IITSA. Esto pues el monto completo que se distribuye como dividendo, vuelve a la compañía a través de la capitalización de IITSA por parte de Grupo Nueva
  - En este sentido, la deuda financiera neta aumenta solo en un 3,7% del monto registrado al 31 de diciembre de 2017
  - Si bien este cambio en la deuda financiera neta de caja de Masisa es en el sentido de un mayor endeudamiento, el monto no pareciera suficiente como para gatillar un cambio relevante en el perfil de riesgo de la compañía<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Modigliani and Miller, 1961. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", The Journal of Business

<sup>2</sup> Maquieira y Osorio, 2000. "Anuncios de cambios en pago de dividendos y su impacto en la riqueza de los accionistas: evidencia empírica en Chile"

<sup>3</sup> Ver Anexo II para el detalle del efecto de la Transacción Propuesta en los ratios de endeudamiento de Masisa



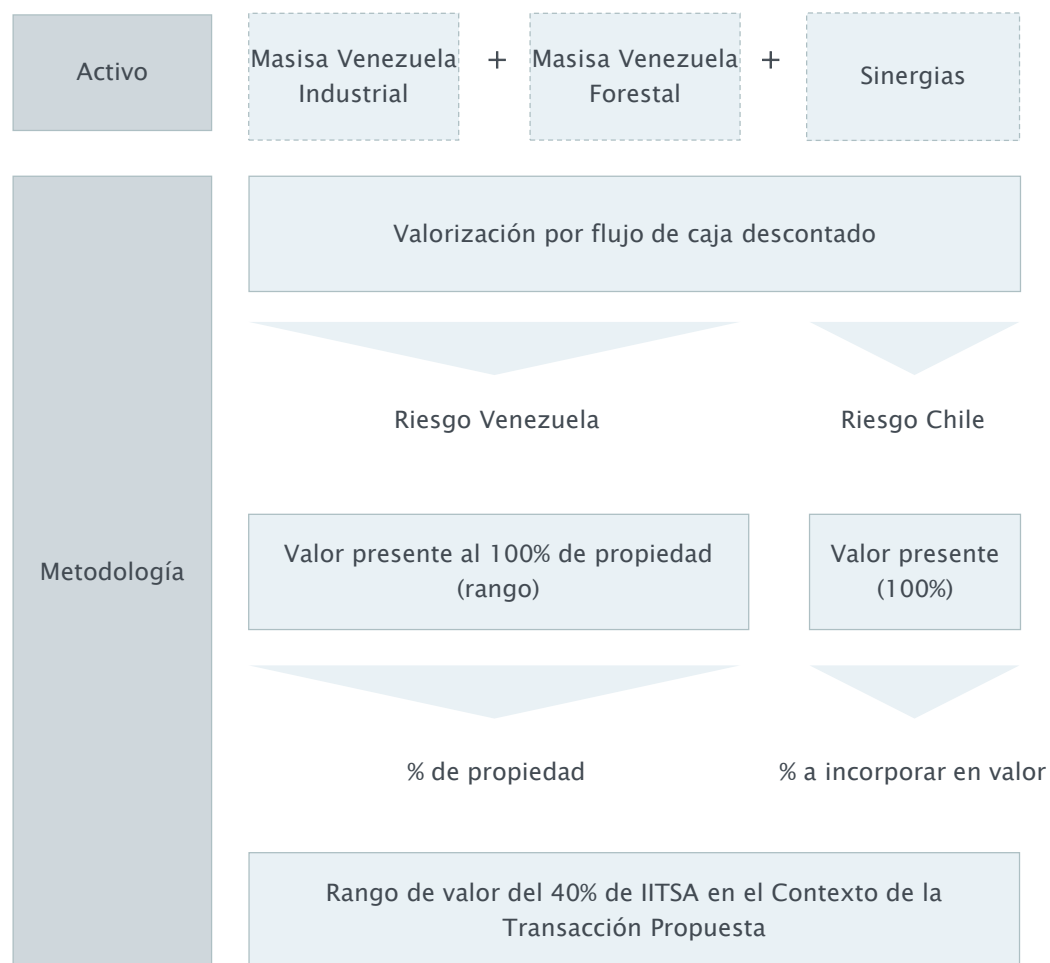
Capítulo IV

---

# Rango de valorización

# Metodología de valorización

## Metodología simplificada de determinación de rango de valor



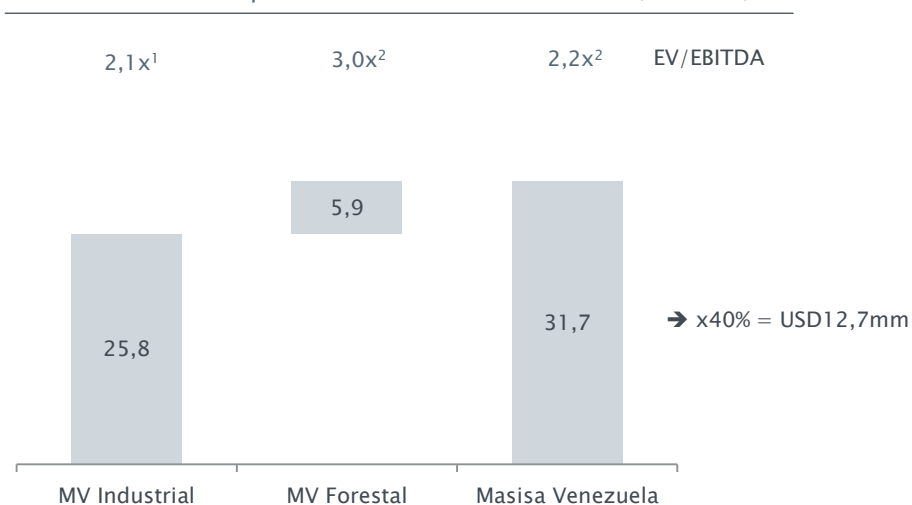
## Consideraciones respecto de las sinergias de la transacción

- Como se mencionó anteriormente, luego de ejecutarse la Transacción Propuesta, Masisa podría obtener algunas sinergias derivadas de la misma. La discusión, entonces, se debiera centrar en cuánto de esta sinergia debe compartir el comprador al vendedor de modo que se ejecute la transacción. En otras palabras, ¿qué porción de las sinergias debe incluirse en el precio de compra del 40% de IITSA?
- Si bien es una práctica habitual que las sinergias sean compartidas por el comprador y el vendedor, no existe un consenso respecto de qué porcentaje de este valor debieran ser incorporadas al precio de una transacción
- Entre las principales características de una transacción que podrían determinar el **porcentaje de sinergias incluidas** en el precio, se encuentran las siguientes:
  - **Tipo de venta: si es forzada o no, si es competitivo o negociación directa**
  - **Fuente o dependencia de las sinergias: un tercero, ¿podría generarlas?**
  - **Industria de la transacción: atomizada, consolidada, de operación global/local, entre otros**
  - **Tipo de transacción: pago en efectivo o en acciones**
  - **Rentabilidad del comprador y su capacidad de ejecutar las sinergias**
- Diferentes estudios de prestigiosas firmas internacionales indican que los compradores tienden a incluir hasta la mitad del valor presente de las sinergias estimadas en el precio de la transacción<sup>1</sup>
  - En base a lo anterior y a la experiencia acumulada de LarrainVial en este ámbito, estimamos que sería razonable que Masisa incluyera un 30% de las sinergias dentro del precio a pagar por el 40% de IITSA

<sup>1</sup> Un estudio llevado a cabo por Boston Consulting Group y la Technische Universität München en 2013 (*Divide and Conquer*), que analizó 365 transacciones mayores a USD 300 millones entre el 2000 y 2011, encontró que el precio de estas transacciones incluía entre 6% y 51% de las sinergias totales estimadas, con una mediana de 31%. Otro artículo publicado por EY en el mismo año (*Capturing synergies in dealmaking*) indica que en base a su experiencia, los compradores incluyen dentro de sus precios de oferta entre un tercio y la mitad de las sinergias totales que generaría la transacción

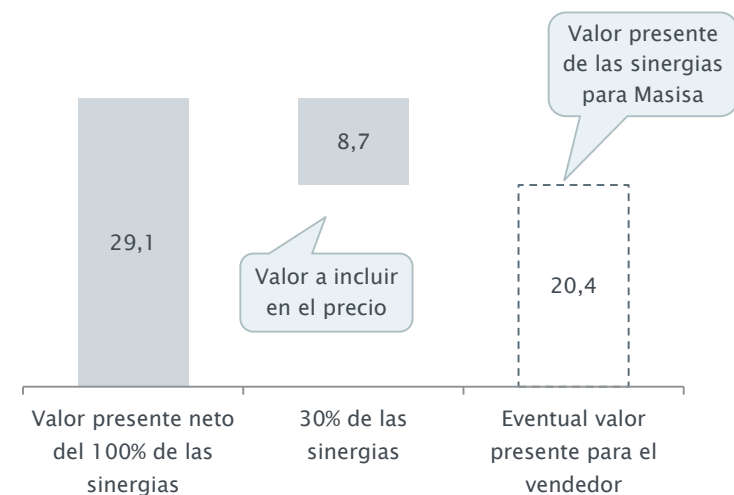
# Resultado de valorización del 40% de IITSA por flujo de caja descontado

Valor económico del patrimonio de Masisa Venezuela (USD mm)



<sup>1</sup> Considera el EBITDA estimado para 2018  
<sup>2</sup> Considera el promedio del EBITDA estimado para 2018 y para 2019

Valor económico de las sinergias (USD mm)



**Algunas consideraciones relevantes:**

- WACC Masisa Venezuela USD + 30,84%
- WACC Masisa Forestal (Chile) USD + 7,74%
- Periodo de análisis de sinergias 15 años
- Sinergias incluidas en precio 30% (±5%)

Rango de valorización (USD mm)

Venezuela Industrial	40% de propiedad	9,7	11,0
Venezuela Forestal	40% de propiedad	2,2	2,5
Masisa Venezuela	40% de propiedad <sup>1</sup>	11,9	13,5
Sinergia	30% de las sinergias <sup>2</sup>	7,3	10,2
<b>Valor total</b>		<b>19,2</b>	<b>23,7</b>

<sup>1</sup> Rango de valorización estimado con WACC ± 2% para Masisa Venezuela  
<sup>2</sup> Rango de valorización estimado en base a 25% y 35% de las sinergias totales

Capítulo V

---

# Conclusiones

# Conclusiones

- La Transacción Propuesta, en los términos que se describen en este informe, generaría beneficios para Masisa y sus accionistas y, por lo tanto, contribuye al interés social de Masisa
  - La Transacción Propuesta está en línea con el plan estratégico delineado durante el 2017 por la compañía en cuanto a mantener y potenciar el patrimonio forestal para abastecer la región desde Chile y Venezuela
  - Masisa Venezuela ha demostrado ser muy competitivo para abastecer el mercado internacional de paneles y madera, además de cumplir un rol fundamental en el mercado local, siendo el único oferente de paneles del mercado. Así la Transacción Propuesta permite a Masisa aumentar su exposición en un activo que ya controla, de bajos costos fijos y variables y con excelente acceso a mercados internacionales interesantes que generarían valor a la compañía
  - Desde la perspectiva financiera, la Transacción Propuesta alinea los intereses de Grupo Nueva en un único vehículo inversor para la región, reduciendo los conflictos de interés que podrían generarse, simplifica la toma de decisión ganando eficiencia y flexibilidad futura, simplifica y optimiza la estructura de capital, y genera importantes sinergias
  - En todo caso, para que la Transacción Propuesta sea positiva para los accionistas de Masisa, el precio a pagar por el 40% de IITSA al Grupo Nueva debe estar dentro del rango que en este informe se detallan como beneficiosos para dichos accionistas
- El mercado ha reaccionado positivamente desde el anuncio de la Transacción Propuesta. El precio por acción de Masisa ha tenido rendimientos positivos y superiores al mercado en general y a sus principales comparables. Lo anterior permite inferir una recepción positiva del mercado a la reorganización propuesta
- El rango de precio estimado para la adquisición del 40% de IITSA por parte de Masisa, que forma parte de la Transacción Propuesta, es entre USD 19,2 millones y USD 23,7 millones

Anexos

---

# Anexos

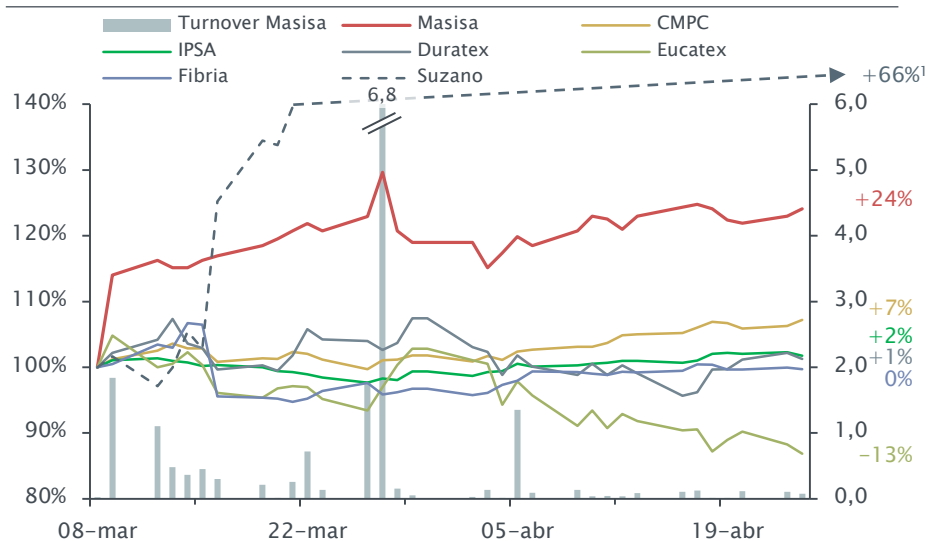
# Reacción del mercado desde el anuncio de la Transacción Propuesta

- Desde la fecha de anuncio de la Transacción Propuesta, el rendimiento de la acción de Masisa ha estado por encima del resto de las empresas del sector en Latinoamérica
- Al cierre del día de ayer, la capitalización bursátil de la compañía se ubicaba USD 149 millones por sobre el valor del día del anuncio
- Durante los 30 días previos al anuncio de la transacción, Masisa transó en promedio USD 126.000, mientras que durante los 30 días posteriores al anuncio, el monto promedio fue USD 566.000

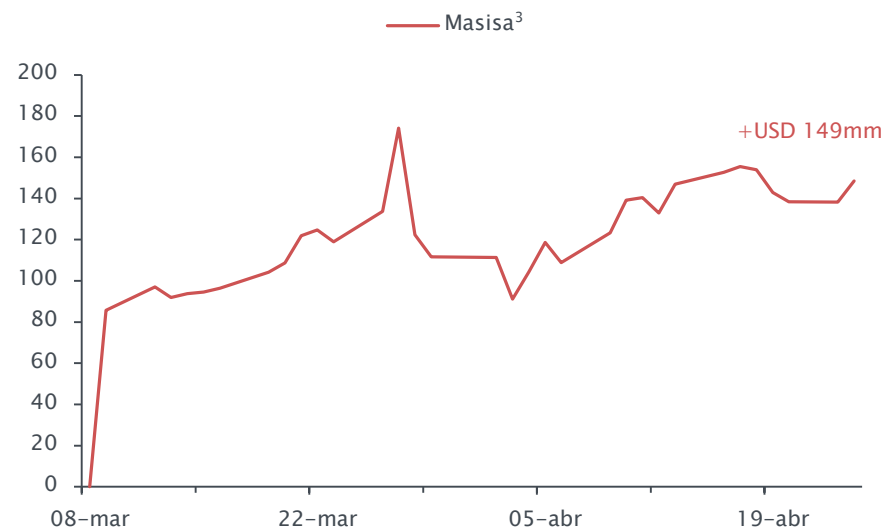
Precio por acción de Masisa (CLP)

	Masisa
Día de anuncio	44,7
Promedio 30 días hábiles previos	46,6
Promedio 60 días hábiles previos	46,6
Actual 24/04/2018	55,5
Actual/Día de anuncio	124%
Actual/Promedio 30 días hábiles previos	119%
Actual/Promedio 60 días hábiles previos	119%

Desempeño compañías del sector y volumen transado Masisa (% USD mm)



Variación de capitalización bursátil desde la fecha de anuncio (USD mm)<sup>2</sup>



Fuente: Bloomberg al 24 de abril de 2018

<sup>1</sup> Durante el periodo de análisis Suzano anunció un acuerdo con Fibria para fusionar las compañías, lo que explicaría fuertemente el aumento de su precio por acción

<sup>2</sup> Tipo de cambio histórico

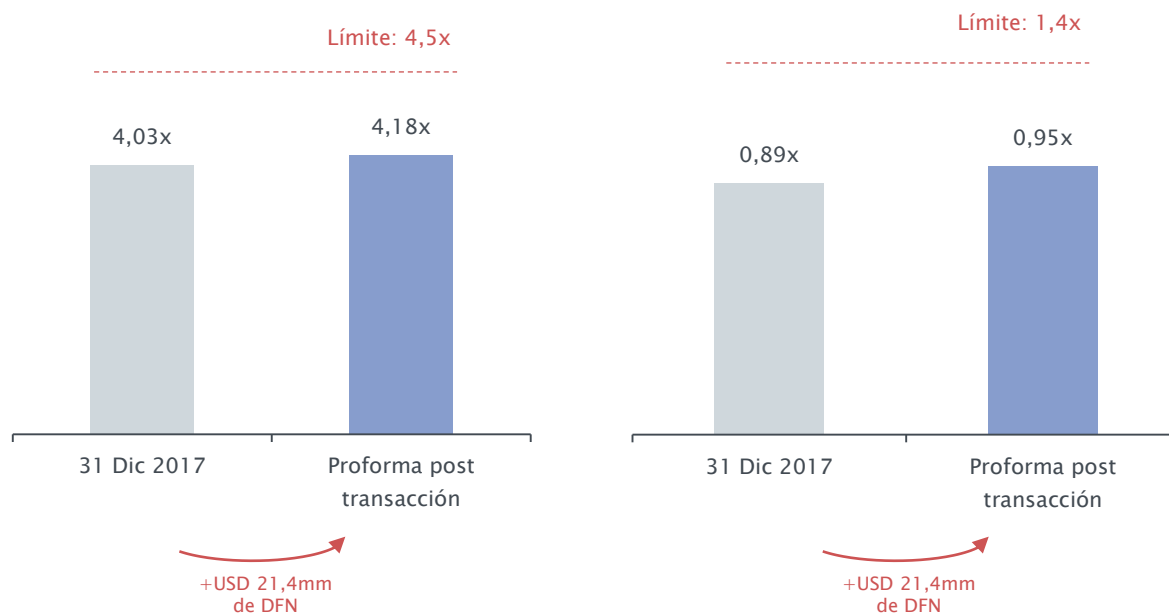
<sup>3</sup> Calculado como la variación de la capitalización bursátil de Masisa S.A. con respecto a la fecha del anuncio

# Efecto de la Transacción Propuesta en los ratios de endeudamiento de Masisa

Ratios de endeudamiento: actual y post transacción (veces)

DFN/EBITDA<sup>1</sup>

Pasivos totales netos/Patrimonio<sup>2</sup>



■ Masisa mantiene en niveles razonables su nivel de endeudamiento, sin comprometer el cumplimiento de *covenants* de sus bonos corporativos vigentes<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Medido como la razón entre la deuda financiera neta de caja (USD 557mm al 31-Dic-2017) y el EBITDA generado en los últimos 12 meses (USD 138mm al 31-Dic-2017)

<sup>2</sup>Medido como la razón entre los pasivos totales netos de caja (USD 742mm al 31-Dic-2017) y el Patrimonio total más un ajuste de USD 49,5mm por efecto de adopción IFRS como norma contable (USD 831mm al 31-Dic-2017)

<sup>3</sup>Bonos series E, H L y N

Fuente: Masisa, LarrainVial



# Principales parámetros y convenciones utilizadas en la valorización por flujo de caja descontado

## Construcción del flujo de caja libre a descontar

Información operativa
Ingresos, costos y gastos
(+) EBITDA
(-) Depreciación y amortización
(=) Resultado Operacional (EBIT)
(-) Impuestos sobre EBIT
(+) Depreciación y amortización
(-) CAPEX
(-) Inversión en capital de trabajo
(=) Flujos de caja libre
Tasa de descuento WACC <sup>1</sup>
(=) Valor Compañía (EV)
(-) Deuda financiera neta <sup>2</sup>
(-) Interés minoritario
(=) Valor Económico del Patrimonio

## Criterios de valorización

Activos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Dos unidades de negocio independientes de Masisa Venezuela: negocio industrial y negocio forestal</li> <li>■ Sinergias de la transacción se evaluaron en forma separada</li> </ul>
Proyecciones	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Preparadas por la administraciones de las compañías (para cada una de las sociedades involucradas en la transacción)</li> </ul>
Moneda de flujo de caja a descontar	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ USD para IITSA, negocio industrial y forestal</li> <li>■ USD Masisa Forestal (sinergias)</li> </ul>
Período de valorización	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 31 de diciembre de 2017 al 31 de diciembre de 2027 para IITSA Industrial</li> <li>■ 31 de diciembre de 2017 al 31 de diciembre de 2047 para IITSA Forestal</li> <li>■ 31 de diciembre de 2017 al 31 de diciembre 2032 para Masisa Forestal Chile</li> </ul>
Fecha de valorización	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 31 de septiembre de 2017 (últimos Estados Financieros disponibles)</li> </ul>
Tasa de impuestos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 34% Venezuela, 27% Chile</li> </ul>

## Estimación del WACC

	Masisa Venezuela	Masisa Forestal Chile
Beta desapalancado	0,85	0,67
Beta apalancado	0,85	0,96
Tasa libre de riesgo US T 10 años	2,83%	2,83%
Prima por riesgo país	13,90%	0,88%
Tasa libre de riesgo	16,73%	3,71%
Premio por riesgo de mercado	16,60%	6,50%
Tasa de impuestos	34,00%	27,00%
Relación D/P compañía	0,00%	60,00%
Relación D/(D+P) compañía	0,00%	37,50%
Costo de la deuda	N.D.	5,50%
Costo del patrimonio	30,84%	9,97%
<b>WACC</b>	<b>30,84%</b>	<b>7,74%</b>

<sup>1</sup> Costos de capital promedio ponderado, "WACC" por sus siglas en inglés

<sup>2</sup> Deuda financiera neta = deuda financiera - caja y equivalentes

Fuente: A. Damodaran, Banco Central, LarrainVial