

Santiago, 4 de abril de 2011

Señor
Fernando Coloma Correa
Superintendente de Valores y Seguros
Presente

Ref.: **HECHO ESENCIAL EMPRESAS CMPC S.A.**
Inscripción Registro de Valores: 115

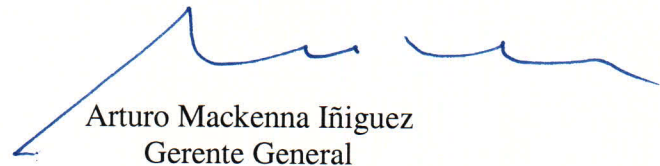
De mi consideración:

De conformidad con lo dispuesto en los artículos 9 y 10 inciso 2° de la Ley 18.045 de Mercado de Valores, y en la Sección II de la Norma de Carácter General 30 de esa Superintendencia, informo a usted lo siguiente:

- 1) Con fecha 4 de abril de 2011, CMPC recibió un informe de evaluación independiente emitido con igual fecha por la firma Ernst & Young Servicios Profesionales de Auditoría y Asesorías Limitada, con respecto a la relación de canje (una vez aumentado el número de acciones en que actualmente se divide el capital social de 220 millones a 2.200 millones de acciones) de una acción de CMPC fusionada por cada 15 acciones de Industrias Forestales S.A. (Inforsa) para la fusión de Inforsa por incorporación en CMPC (el Informe de Evaluación Independiente), que será sometida a consideración de la Junta Extraordinaria de Accionistas de CMPC que tendrá lugar a las 11:00 horas del día 29 de abril de 2011.
- 2) El Informe de Evaluación Independiente se encuentra a disposición de los accionistas de CMPC, a contar del día 4 de abril de 2011, en las oficinas sociales ubicadas en Agustinas 1343, entrepiso, Santiago, y en el sitio de Internet www.cmpc.cl

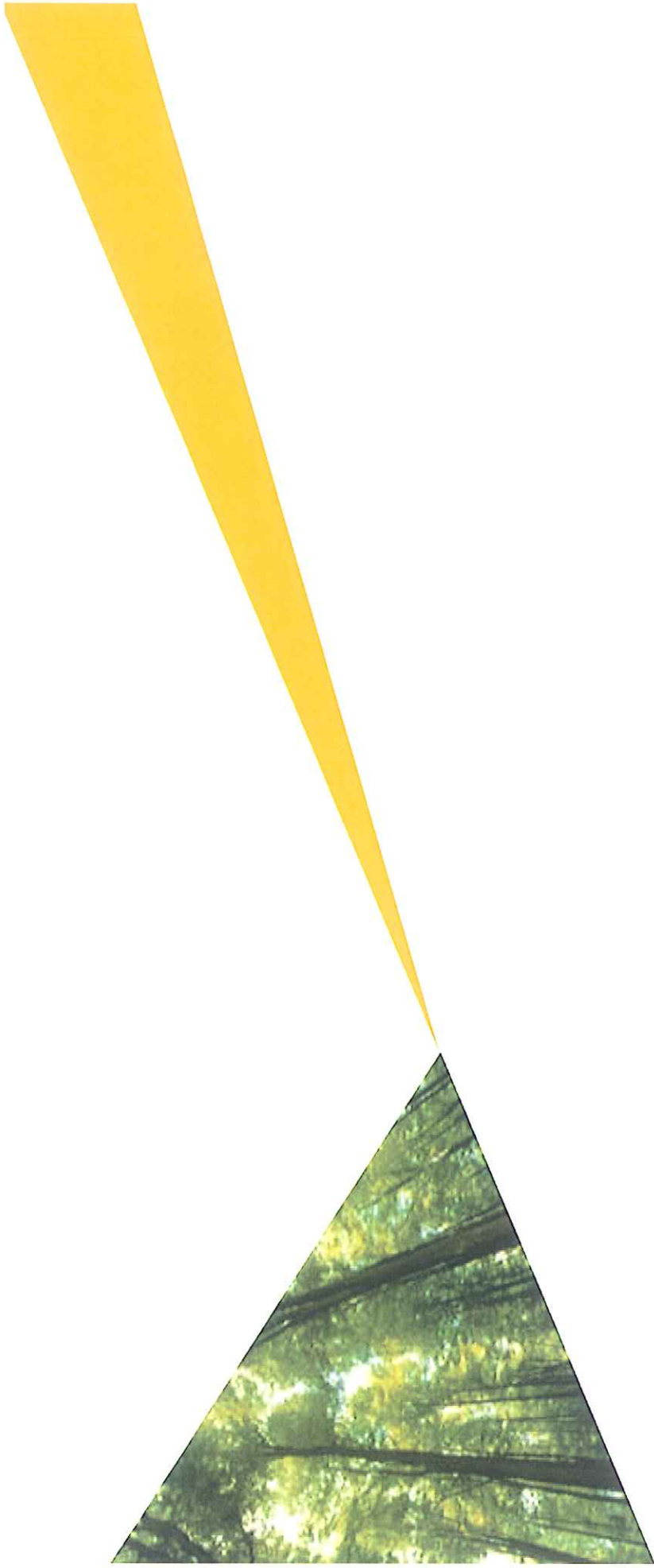
Se hace presente que esta comunicación se efectúa teniendo en consideración lo establecido en los párrafos primero y segundo del numeral A.1. del capítulo 2.2 de la Sección II de la Norma de Carácter General 30 de la SVS, y que el suscrito se encuentra debidamente facultado para efectuar esta comunicación.

Sin otro particular, le saluda atentamente,



Arturo Mackenna Iñiguez
Gerente General

c.c. Bolsa de Comercio de Santiago
Bolsa Electrónica de Chile
Bolsa de Corredores de Valparaíso



Empresas CMPC S.A.

Revisión de ecuación de canje de acciones

4 de Abril de 2011



ERNST & YOUNG

Ernst & Young
Avenida Presidente Riesco 5425 Piso 4
Las Condes, Santiago
Chile

4 de Abril de 2011

Señor
Luis Llanos
Gerente de Finanzas
Empresas CMPC S.A.
Presente

De acuerdo a nuestra propuesta de servicios profesionales del 9 de marzo de 2011 y a las conversaciones mantenidas, tenemos el agrado de presentarle a Empresas CMPC S.A. (en adelante "CMPC" o el "Cliente") nuestro informe (en adelante el "Informe") sobre el rango de razonabilidad de la ecuación de canje propuesta para la fusión de CMPC con Industrias Forestales S.A. (en adelante "Inforsa") al 31 de diciembre de 2010 (en adelante la "Fecha de Valonzación")

Agradecemos la oportunidad que nos han brindado para ofrecerles nuestros servicios y la confianza que depositaron en nosotros.

Sin otro particular, saludamos a ustedes muy atentamente.

Macarena Navarrete

Ernst & Young

Abreviaturas

Administración	Administración CMPC
B5YM	Beta cinco años mensual
Bco Central	Banco Central de Chile
BHKP	Celulosa de fibra corta Bleached Hardwood Kraft
Bu	Beta Desapalancado
CAGR	Tasa de crecimiento promedio ponderada
CAPEX	Capital Expenditures- Inversión en activo fijo
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDS	Credit Default Swap
CLP or CL\$	Peso Chileno
D/P	Razón de Endeudamiento - Estructura de Capital
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes -- Ganancias antes de Intereses e Impuestos
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization -- Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización
EEFF	Estados Financieros
EV	Enterprise Value -- Valor de la Empresa
EY	Ernst & Young Servicios Profesionales de Auditoría y Asesorías Limitada
Fecha de Valorización	31 de diciembre de 2010
Industria	Industria Forestal
IPC	Índice de Precios al Consumidor
NBSK	Celulosa de fibra larga Northern Bleached Softwood Kraft
PIB	Producto Interno Bruto
R2	Coefficiente de Determinación en regresiones lineales
SOT	Spread over Treasury
US\$ o USD	Dólar de los Estados Unidos de América
WACC	Weighted Average Cost of Capital, costo de capital promedio ponderado

Abreviaturas

Contenido

Resumen Ejecutivo

1

1. Introducción	1
2. Resultados de la valorización	2
3.	3

Antecedentes

5

3. Descripción de la transacción	6
4. Descripción de las compañías	7
5. Información financiera de las compañías	8
6. Análisis de la industria	12

Valorización

14

7. Valorización CMPC	15
8. Valorización Inforsa	23

Conclusiones

34

9. Conclusiones	36
-----------------------	----

Apéndices

- A. Cálculo de la tasa de descuento
- B. Fuentes de información
- C. Limitaciones

Resumen Ejecutivo

1. Introducción
2. Resultados de la valorización

Introducción



De acuerdo con nuestra carta de compromiso de fecha 20 de Marzo de 2011, Ernst & Young Servicios Profesionales de Auditoría y Asesorías Limitada (en adelante, "EY"), miembro de Ernst & Young Global, ha realizado este Informe con el objetivo de revisar la ecuación de canje propuesta para la fusión de CMPC e Inforsa a la Fecha de Valorización.

Este Informe representa el cumplimiento de este mandato y los apéndices adjuntos son proporcionados como parte del proceso descrito arriba y deben ser leídos sólo en conjunto con nuestro reporte.

CMPC posee, a través de su filial CMPC Papeles S.A., el 81,95% de la propiedad de Inforsa y adquirirá el porcentaje restante mediante un canje de acciones. El directorio de CMPC acordó proponer la fusión a la junta de accionistas, mediante la aplicación de una relación de canje de una acción de CMPC fusionada por cada 15 acciones de Inforsa.

Para la revisión anteriormente descrita, EY procederá a valorizar ambas compañías de manera de encontrar un rango de valor razonable para la relación entre las acciones de éstas.

Resultados de la valorización

Valor CMPC

El cálculo del valor de CMPC se realizó bajo las metodologías de cálculo de valor bursátil sensibilizando el horizonte temporal y de flujos de caja libres descontados.

Los resultados obtenidos en millones de dólares a la Fecha de Valorización se resumen a continuación:

Valor Mínimo	Valor Esperado	Valor Máximo
11.287	11.885	12.907

El valor mínimo del rango razonable corresponde a la capitalización bursátil promedio de CMPC en dólares de los últimos 6 meses desde el día anterior a la publicación del hecho esencial.

El valor esperado corresponde al cálculo del valor de CMPC por el método de flujos de caja libres descontados a la Fecha de Valorización.

El valor máximo del rango razonable corresponde a la capitalización bursátil máxima de CMPC en dólares de los últimos 6 meses desde el día anterior a la publicación del hecho esencial.

Valor Inforsa

El valor de Inforsa se determinó como el valor presente de los flujos generados por la división Papeles más la valorización de los activos biológicos reflejada en los estados financieros con ajustes que se describirán en este Informe.

La tabla presentada a continuación resume el cálculo del valor de Inforsa en millones de dólares a la Fecha de Valorización:

Resultados de valorización	
Valor Inforsa división Papeles	84
Valor Inforsa división Bosques	637
Ajustes caja no operativa (EEFF 2010)	74
Total valor Inforsa	795

Resultados de la valorización

Ecuación de canje

En base a las valorizaciones de CMPC e Inforsa presentadas en este Informe, un rango razonable para la ecuación de canje es entre 14,4 y 16,4 acciones de Inforsa por una de CMPC, a la Fecha de Valorización.

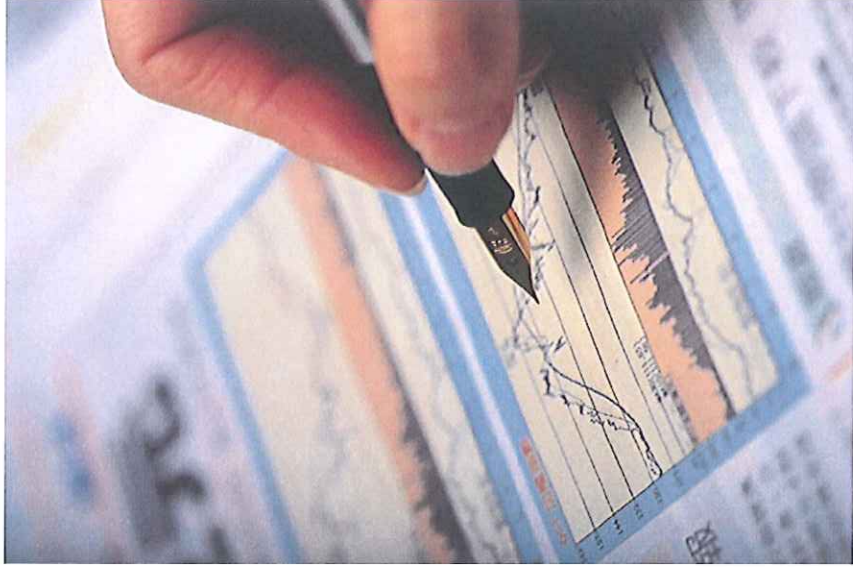
En la siguiente tabla se resume el cálculo del rango razonable de la ecuación de canje:

	Valor Mínimo	Valor Esperado	Valor Máximo
Patrimonio económico CMPC (mill USD)	11.287	11.885	12.907
Número acciones CMPC	2.200.000.000	2.200.000.000	2.200.000.000
Valor acción CMPC (pesos)	2.481	2.613	2.837
Patrimonio económico Inforsa (mill USD)	795	795	795
Número acciones Inforsa	2.225.112.573	2.225.112.573	2.225.112.573
Valor acción Inforsa (pesos)	173	173	173
Relación de Canje	14,4	15,1	16,4

Antecedentes

3. Descripción de la transacción
4. Descripción de las compañías
5. Información financiera de las compañías
6. Análisis de la industria

Descripción de la transacción



Por medio del hecho esencial enviado a la Superintendencia de Valores y Seguros el 4 de Marzo de 2011, CMPC informó sobre sus planes de fusión con Inforsa. El objetivo de esta fusión es consolidar la integración operacional de ambas compañías y evitar costos de transacción que no proporcionan valor tanto para sus accionistas ni para las compañías.

CMPC posee, a través de su filial CMPC Papeles S.A., el 81,95% del total de las acciones actualmente emitidas por Inforsa.

El proyecto de fusión considera que Inforsa sea incorporado en CMPC, disolviéndose, de manera que CMPC adquiera todos sus activos y pasivos.

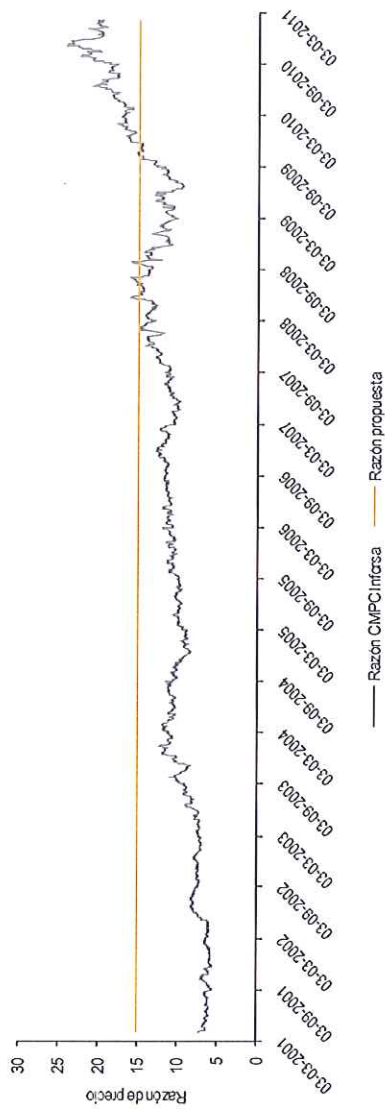
Para llevar a cabo la fusión mediante un canje de acciones, se dividirán las acciones de CMPC, de manera que las 220 millones de acciones que hay en circulación a la Fecha de Valorización, pasen a ser 2.200 millones. Esto es dividir una acción actual en diez nuevas, sin aumentar el capital social.

La razón de canje propuesta es de una acción de CMPC fusionada por cada 15 acciones de Inforsa, lo que, tomando en cuenta los precios del día anterior al anuncio de fusión, representa un premio de 24% para los accionistas de Inforsa. El pago se realizará mediante la emisión de 26.773.533 de acciones nuevas por parte de CMPC.

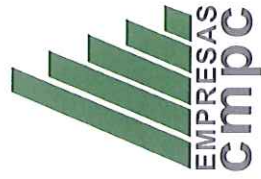
A continuación se muestra la relación histórica entre las acciones de Inforsa y CMPC (asumiendo split de acciones de CMPC 1:10):

Relación histórica de las acciones de CMPC e Inforsa

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago



Descripción de las compañías



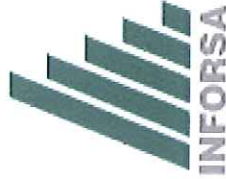
CMPC

Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones nace en 1920. En un principio, la empresa producía papeles y cartones y tenía una capacidad de 2.200 toneladas anuales.

Hoy en día CMPC es líder en Latinoamérica y el mundo en la industria del papel y la celulosa. Posee 5 áreas de negocios: Forestal, Celulosa, Papeles, Tissue y Productos de Papel, con presencia en Chile, Ecuador, México, Perú, Argentina, Uruguay, Brasil y Colombia.

Es controlada por la familia Matte, uno de los grupos económicos más importantes de Chile y posee una de las mejores clasificaciones de riesgo de la industria según Fitch Ratings y Standard & Poors (en adelante "S&P").

INFORSA



Inforsa fue creada en 1956, para aprovechar el rápido crecimiento del pino insigne en Chile, comenzando a operar en 1964 como exportadora de este tipo de madera.

En 1976, como parte del proceso de reprivatización de empresas, el control de la compañía fue licitado y adquirido por el grupo BHC. En 1977 Inforsa adquirió la Sociedad Forestal Creceex Ltda., una de las mayores forestales del país, con lo que se convirtió en el principal productor en Chile de este tipo de madera.

Además de su área forestal, Inforsa produce papel periódico y otros papeles en base a pulpa mecánica. Su capacidad de producción es de 200.000 toneladas anuales.

Información financiera de las compañías

Como se puede apreciar, aproximadamente el 26% de los activos totales de CMPC son Activos Biológicos, que corresponden a los bosques plantados que posee la empresa.

Al 31 de Diciembre de 2010, CMPC posee alrededor de 640.000 hectáreas plantadas, que luego se convertirán en su materia prima para producir celulosa y productos de papel.

Información financiera histórica CMPC

Balance CMPC

	Millones de USD	
	2010	2009
Activos		
Activos biológicos, corrientes	219	163
Otros activos corrientes	2.809	2.439
Total Activos, corrientes	3.028	2.602
Propiedades, planta y equipo	6.205	5.952
Activos biológicos, no corrientes	3.142	2.991
Otros activos no corrientes	502	554
Total Activos, no corrientes	9.849	9.496
Total Activos	12.876	12.098
Pasivos		
Total pasivos, corrientes	1.321	1.133
Total pasivos, no corrientes	3.734	3.707
Total Pasivos	5.055	4.839
Total Patrimonio	7.822	7.258
Total de Patrimonio y Pasivos	12.876	12.098

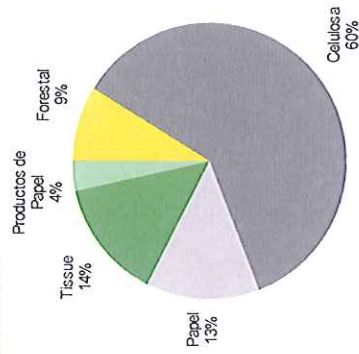
Información financiera de las compañías

CMPC cuenta con una de las posiciones de costos más bajas para la producción de celulosa tanto de fibra larga como de fibra corta, debido a que el ciclo de crecimiento de los árboles es más corto en Chile que en otros países.

Como resultado de lo anterior, CMPC ha sido capaz de generar flujos de caja positivos a pesar de la volatilidad del precio de la celulosa.

EBITDA por segmento (2010)

Fuente: Estado Financiero CMPC 2010



Estado de Resultados CMPC

	Miliones de USD	2010	2009
Ingresos de actividades ordinarias		4.219	3.124
Costo de ventas		(3.130)	(2.521)
Ganancia Bruta		1.089	602
Otros ingresos, por función		230	181
Costos de distribución		(198)	(160)
Gastos de administración		(166)	(142)
Otros gastos, por función		(145)	(113)
Otras ganancias (pérdidas)		53	(60)
Ingresos financieros		14	11
Costos financieros		(135)	(97)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas		17	17
Diferencias de cambio		(24)	(64)
Resultado por unidades de reajuste		(21)	11
Ganancia (pérdida), antes de impuestos		715	187
Gasto por impuestos a las ganancias		(75)	82
Ganancia (pérdida)		640	268

Información financiera de las compañías

Información financiera histórica Inforsa

Balance Inforsa

Inforsa ha presentado una sólida solvencia y una posición financiera estable, basada en la mantención de altos niveles de caja y prácticamente nulo endeudamiento.

Como se puede apreciar, aproximadamente el 51% de los activos totales de Inforsa son Activos Biológicos, que corresponden a los bosques plantados que posee la empresa.

Al 31 de Diciembre de 2010, Inforsa posee alrededor de 99.000 hectáreas plantadas principalmente con pino y eucalipto.

	Millones de USD	2010	2009
Activos			
Activos biológicos, corrientes		45	23
Otros activos corrientes		154	131
Total Activos, corrientes		199	154
Propiedades, planta y equipo		303	313
Activos biológicos, no corrientes		446	483
Otros activos no corrientes		15	17
Total Activos, no corrientes		765	813
Total Activos		963	967
Pasivos			
Total pasivos, corrientes		32	28
Total pasivos, no corrientes		108	114
Total Pasivos		141	142
Total Patrimonio		823	825
Total de Patrimonio y Pasivos		963	967

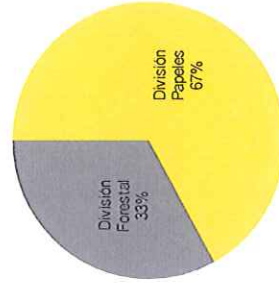
Información financiera de las compañías

Durante los últimos años, InforSA ha mantenido su capacidad de producción constante, por lo que sus ventas de papel periódico se han mantenido alrededor de las 200.000 toneladas al año.

En el año 2010, se ve una disminución en el nivel de ventas anual, debido a los efectos del terremoto que afectó a Chile en febrero del 2010, que implicó una pérdida de 22.000 toneladas por la paralización de la planta.

EBITDA por segmento (2010)

Fuente: Estados Financieros InforSA 2010



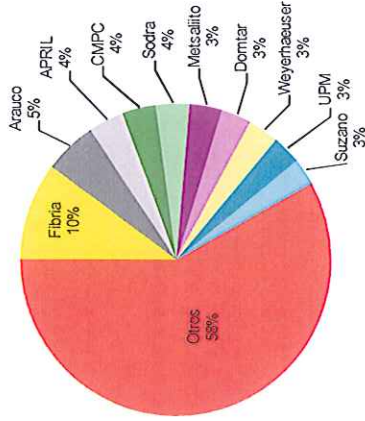
Estado de Resultados InforSA

	Millones de USD	
	2010	2009
Ingresos Ordinarios, Total	145	152
Costo de operación	(89)	(90)
Margen de Explotación	56	62
Otros costos y gastos de operación	(13)	(14)
EBITDA	42	48
% EBITDA/Ingresos de explotación	29%	31%
Depreciación y costo formación de madera	(18)	(18)
Ingresos por crecimiento de activos biológicos neto	(14)	21
Resultado Operacional	10	51
Ingresos financieros	2	2
Costos financieros	0	0
Resultado devengado por coligadas	(3)	(10)
Diferencias de cambio	7	7
Resultados por unidades de reajuste	0	(0)
Ingresos (egresos) distintos de la operación	3	(5)
Impuesto a las ganancias	(0)	0
Utilidad Neta	18	44

Análisis de la industria

Mayores productores de celulosa

Fuente: Latham & Cobalt P&P Guides: Fibres, Suzano, CMPC, Arauco - South of America. (Marzo 2011)



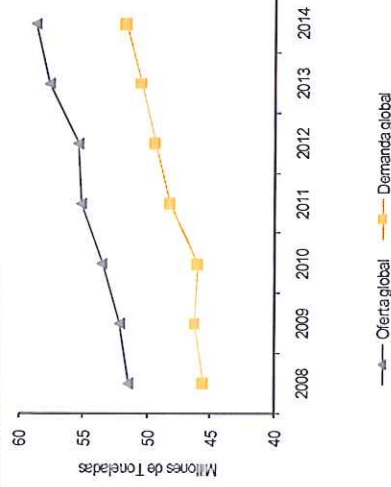
Las empresas analizadas pertenecen a la industria forestal y de celulosa y papel. Ambas industrias están fuertemente relacionadas ya que todas utilizan la misma materia prima, la madera.

La celulosa es utilizada para la producción de papel y derivados de este, como papel para impresión, papel de diario, cartón, tissue, entre otros.

En el mercado de la celulosa los 5 mayores productores concentran aproximadamente el 25% de la producción mundial, como se puede apreciar en la gráfica de la izquierda. Esto indica la presencia de un mercado segmentado y competitivo.

Oferta y demanda global de celulosa blanqueada

Fuente: Estudio azúcar mundial. Enero 2011. (Latham & Co)



Durante el año 2010, el precio de la celulosa experimentó un alza de precios considerable, alcanzando 932 USD/ton la celulosa de fibra larga y 844 USD/ton la de fibra corta. Esto ha ayudado a salir de la crisis a la que estuvo expuesta la industria tras la caída de un 5,2% de la demanda mundial de papel durante el año 2009.

Como se puede apreciar en el gráfico de la izquierda, la oferta y demanda proyectada de celulosa blanqueada, tiene tendencia a subir en proporciones similares

En Chile, la industria de la celulosa tiene menores costos operativos, básicamente debido a ciclos de crecimiento de los árboles más cortos que en el resto del mundo y a la cercanía de los bosques con las plantas de procesamiento y los puertos.

Análisis de la industria

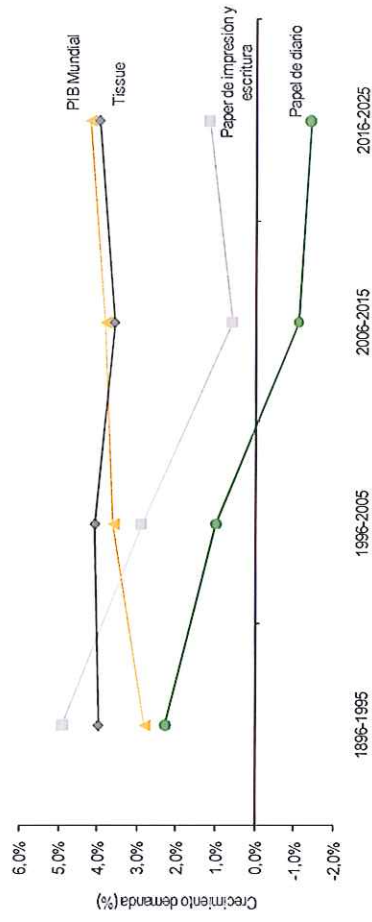


La celulosa se utiliza para producir una variedad de papeles, productos de papel, tissue, cartón, entre otros. Como se puede ver en la gráfica a continuación, la demanda por papel de impresión se mantendrá al alza en los próximos años (la demanda por papel de diario ha disminuido y según las proyecciones de Resource Information Systems Inc. seguirá disminuyendo en los próximos años).

El subsector fuerte dentro de los papeles es el de tissue, que su demanda crecerá a tasas cercanas al 4% en los próximos años, siguiendo el crecimiento del PIB mundial.

Crecimiento de la demanda de papel y productos del papel

Fuente: RSI, Julio 2010

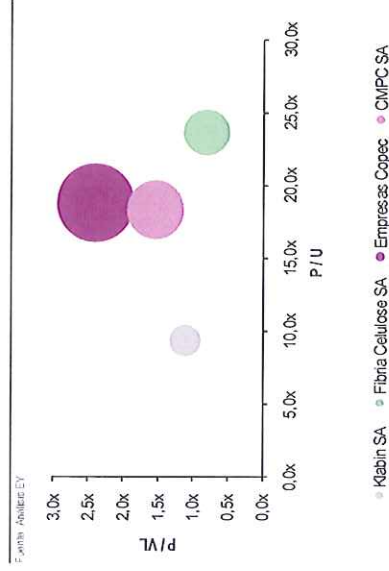


Valorización

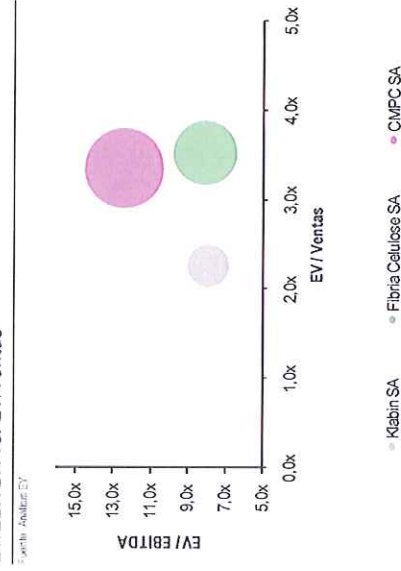
7. Valorización CMPC
8. Valorización Inforsa

Valorización CMPC

Precio/Utilidad vs. Precio/Valor Libro



EV/EBITDA vs. EV/Ventas



Para valorizar CMPC se utilizaron las siguientes metodologías:

1. Enfoque de Mercado

A. Múltiplos de Mercado

El Enfoque de Mercado se basa en que el valor de un activo puede ser estimado comparando su valor con activos con características similares. Para utilizar este método, hemos seleccionado a 3 empresas comparables de la industria forestal y de celulosa y papel:

Comparables	EV/Ventas	EV/EBITDA	P/E	P/B
Klabin SA	2,26x	7,92x	9,39x	1,11x
Fibria Celulose SA	3,52x	8,05x	23,65x	0,80x
Empresas Copec	(*)	13,34x	18,80x	2,40x
Promedio industria	2,89x	9,77x	17,28x	1,44x
CMPC SA	3,34x	12,43x	18,35x	1,53x

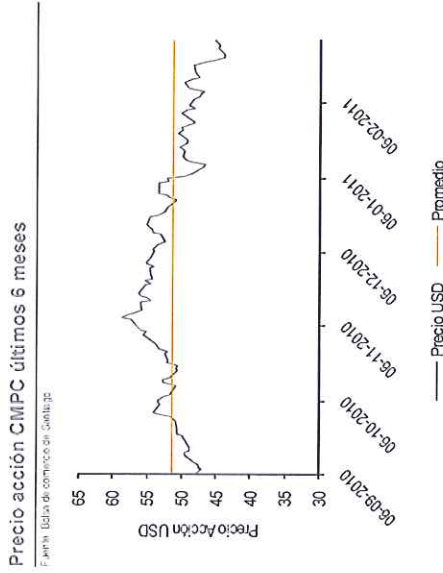
*No se consideró el índice EV/Ventas de Copec debido a la relevancia de su negocio de combustible en las ventas

Fuente: Bloomberg, 12/31/2019

Como se puede apreciar, los múltiplos de CMPC son superiores a los de la industria en América Latina, esto se debe principalmente a la gestión de CMPC y a su sólida solvencia financiera, lo que se ve traducido en una de las mejores clasificaciones de riesgo de la industria (BBB+, S&P rating). Tanto el corto ciclo de crecimiento de los árboles en Chile, como la estructura de endeudamiento de la compañía y la diferencia de impuestos corporativos en Chile, contribuyen a que los múltiplos de CMPC se encuentren por sobre los de la industria.

Otro factor que beneficia al negocio de CMPC es la cercanía que hay entre sus bosques, los aserraderos, las plantas de celulosa y las demás plantas, lo que se traduce en menores costos de transporte.

Valorización CMPC



Empresas Copec también muestra múltiplos superiores a los de la industria y similares a los de CMPC, denotando un entorno nacional favorable para la industria forestal en relación a sus comparables.

Bajo esta metodología el valor de CMPC a la Fecha de Valorización es USD 10.037 millones:

Mínimo	Promedio	Máximo
8.384,5	10.037,4	11.237,2

B. Precio de la acción

Como se puede apreciar en la gráfica de la izquierda, el precio de la acción de CMPC en los últimos 6 meses ha tenido un promedio de aproximadamente USD 51:

Precio Mínimo	Precio Promedio	Precio Máximo
43,9	51,3	58,7

Con el promedio de USD 51,3 obtenemos una capitalización bursátil de USD 11.287 millones. La capitalización bursátil calculada con el precio máximo es de USD 12.907 millones.

Mínimo	Máximo
11.287	12.907

2. Flujos de caja descontados

Por otra parte, para valorar CMPC, se utilizó el Enfoque de Ingresos a través del método de flujos de caja libres descontados. El Enfoque de Ingresos 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.

Valorización CMPC

Los principales supuestos fueron los siguientes:

Ingresos

Los ingresos de CMPC son generados por 5 segmentos de negocios: Forestal, Celulosa, Papel, Tissue y Productos de Papel. El segmento Celulosa depende fuertemente del precio de ésta, que por sus características de commodity, es altamente cíclico, según variaciones en la capacidad productiva de la industria, el nivel de inventarios, la demanda y las variaciones en las condiciones económicas.

A continuación se muestra la estimación del precio de la celulosa hasta el año 2014, con precio de largo plazo desde el 2015 en adelante:

USD/ton	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	LT
NBSK	850	654	932	870	920	900	900	750
BHKP	787	562	844	765	830	820	820	675

En nuestra proyección se consideran los aumentos de capacidad generados por los proyectos informados por CMPC para los próximos 5 años. A continuación se muestran los proyectos por segmento de negocio:

Segmento	Proyecto	Capacidad	Año
Forestal (m3/año)	Loncoche	120.000	2011
Celulosa (tons/año)	Laja	110.000	2012
	Santa Fe II	200.000	2012
	Riogradense	1.300.000	2015
Papel (tons/año)	Maule	65.000	2012
Tissue (tons/año)	Brasil	55.000	2011
	Perú	14.000	2011
	Chile	55.000	2012
Productos de papel (tons/año)	Sur de Chile	35.000	2011
	México	40.000	2011

Valorización CMPC

Para los siguientes 5 años de proyección, entre el 2016 y el 2020, se utilizó una tasa de crecimiento de los ingresos igual al crecimiento del PIB regional más la tasa de inflación proyectada para esos años, ambos para América Latina y el Caribe (Global Insight).

Margen EBITDA

Para proyectar el EBITDA se utilizó el margen EBITDA promedio por segmento de los últimos 3 años:

Margen EBITDA	
Forestal	11%
Celulosa	41%
Papel	19%
Tissue	13%
Productos de Papel	10%

Depreciación

La proyección considera la depreciación del saldo de activos fijos al 31 de diciembre de 2010 más la depreciación de las inversiones adicionales en activos fijos (en adelante "Capex"). Se asumió una vida útil remanente promedio de 19 años para el saldo de activos fijos en CMPC e inversiones adicionales.

Capex

Para proyectar el Capex hasta el año 2015, se utilizó información proporcionada por la Administración sobre inversiones previstas para esos años. Entre el año 2016 y 2020, el Capex fue calculado como un Capex de mantención, correspondiente a la depreciación proyectada más el crecimiento del PIB regional por el saldo del activo fijo, siendo este monto necesario para soportar el crecimiento de las ventas proyectadas.

Valorización CMPC

Capital de Trabajo

La necesidad de capital de trabajo se proyectó en función a los días de rotación de inventario, de pago y cobranza de 2010.

CMPC (MM USD)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Activos Corrientes												
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, corrientes	694,0	920,8	1.074,8	1.234,6	1.269,4	1.313,2	1.449,4	1.587,6	1.724,9	1.875,2	2.038,0	2.212,6
Días	70,5	69,1	69,1	69,1	69,1	69,1	69,1	69,1	69,1	69,1	69,1	69,1
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	2,7	2,3	2,7	3,1	3,2	3,3	3,7	4,0	4,4	4,7	5,2	5,6
Días	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Inventarios	753,6	956,5	1.118,9	1.285,2	1.321,4	1.367,0	1.508,7	1.652,6	1.795,5	1.951,9	2.121,5	2.303,2
Días	104,2	97,9	97,9	97,9	97,9	97,9	97,9	97,9	97,9	97,9	97,9	97,9
Total Activos Corrientes	1.450,4	1.881,6	2.196,4	2.522,9	2.594,0	2.683,5	2.961,8	3.244,2	3.524,7	3.831,8	4.164,7	4.521,4
Pasivos Corrientes												
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	453,7	583,7	681,4	782,7	804,7	832,5	918,8	1.006,4	1.093,5	1.188,7	1.292,0	1.402,7
Días	62,7	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	18,1	12,8	14,9	17,1	17,6	18,2	20,1	22,0	23,9	26,0	28,2	30,7
Días	2,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Total Pasivos Corrientes	471,8	596,5	696,3	799,8	822,3	850,7	938,9	1.028,4	1.117,4	1.214,7	1.320,3	1.433,3
Capital de Trabajo	978,5	1.285,1	1.500,1	1.723,1	1.771,7	1.832,8	2.022,9	2.215,7	2.407,4	2.617,1	2.844,4	3.088,1
Variación	306,6	215,0	223,0	48,6	48,6	61,1	190,1	192,8	191,6	209,7	227,3	243,7

Impuestos

Las tasas de impuesto a la renta utilizadas para la proyección corresponden a 20% para el 2011, de 18,5% para el 2012 y 17% para los años siguientes.

Valorización CMPC

Flujos de caja proyectados

Con los supuestos anteriores se procedió a calcular los flujos de caja libres para los años 2011 al 2020, considerando como valor residual el último flujo a perpetuidad con una tasa de crecimiento nominal de 3%:

Millones de USD	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Valor Terminal
Ventaz (MM USD)														
Forestal	346	414	446	472	498	524	550	602	655	712	773	840		
Celulosa	806	1.413	1.694	2.049	2.018	2.018	2.438	2.671	2.902	3.155	3.429	3.722		
Papel	636	701	747	835	879	926	972	1.065	1.157	1.258	1.367	1.484		
Tissue	1.034	1.345	1.618	1.870	1.970	2.075	2.178	2.385	2.592	2.818	3.062	3.325		
Productos de Papel	301	347	446	472	497	524	550	602	654	711	773	839		
EBITDA	866	644	1.154	1.327	1.559	1.575	1.607	1.841	2.016	2.190	2.381	2.588	2.810	2.810
Depreciación	277	325	358	358	416	476	502	523	569	617	668	723	782	782
EBIT	367	829	969	1.143	1.099	1.105	1.318	1.447	1.573	1.713	1.865	2.028	2.028	2.028
Impuesto a la renta	194	211	187	187	188	224	246	246	267	291	317	345	345	
Tasa de impuesto			20,0%	18,5%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Capex			640	1.100	1.140	500	400	878	923	983	1.049	1.114	782	
Variación de capital de trabajo			(215)	(223)	(49)	(61)	(190)	(193)	(192)	(210)	(227)	(244)	(84)	
Flujo de caja			278	24	199	858	1.026	699	809	897	995	1.107	24.924	

Valorización CMPC

Para determinar la tasa de descuento adecuada, EY ha seleccionado 5 participantes de la industria que pueden ser considerados comparables con CMPC.

Estos comparables son empresas de la industria forestal, celulosa, papel y productos de papel, que poseen una estructura de costos similar y que se enfocan a clientes similares.

Como medida de riesgo sistemático se ha utilizado el Beta de la industria (calculado como la mediana del beta a 5 años mensual de las empresas comparables).

Con el cálculo anterior, se ha estimado una tasa de descuento (WACC) de **9,42%**

Para más detalle sobre la metodología de cálculo de la tasa de descuento ver apéndice A.

Tasa de descuento

Compañía	País	B5YM	R2	D/P	Impuesto	Bu
Svenska Cellulosa AB	Suecia	0,96	0,61	46,3%	26,3%	0,72
Klabin SA	Brasil	0,96	0,81	38,5%	15,0%	0,72
Suzano Papel e Celulose SA	Brasil	1,06	0,68	58,2%	15,0%	0,71
Fibria Celulose SA	Brasil	1,21	0,49	68,7%	15,0%	0,76
UPM-Kymmene OYJ	Finlandia	1,07	0,50	54,0%	26,0%	0,76
Mediana		1,06	0,61	0,54	0,15	0,72
Fuente: Bloomberg						
Costo del patrimonio						
Beta desapalancado	0,72					Tasa libre de riesgo nominal (b) 4,06%
D/P	54,0%					Spread de deuda (d) 1,70%
Tasa de impuesto	17,0%					Costo deuda antes de impuesto 5,8%
Riesgo país (a)	1,07%					Tasa de impuesto 17,0%
Tasa libre de riesgo nominal (b)	4,06%					Costo deuda después impuesto 4,78%
Prima por riesgo de mercado (c)	6,50%					
Beta apalancado	1,04					
WACC						
Patrimonio	64,9%					11,9%
Deuda	35,1%					4,8%
WACC nominal						9,42%
(a) CDS de Chile al 31-12-10, Fuente Bloomberg.						
(b) Treasury Note USD, 31-12-10, Fuente Bloomberg						
(c) Estimación EY						
(d) JPMorgan, SOT Inversiones CMPC 6 1/8% due 19						

Valorización CMPC

Valorización CMPC

Con los flujos mostrados anteriormente y la tasa de descuento calculada, se obtiene el siguiente valor para CMPC a la Fecha de Valorización:

Resultados de valorización	
Flujo descontado (10 años)	4.023
Valor terminal	10.594
Valor Activos	14.617
(-) Deuda financiera (EEFF 2010)	3.018
(+) Caja no operativa (EEFF 2010)	285
Valor Patrimonio económico	11.885

Valores en millones de USD

A continuación se muestra una tabla de sensibilidad del valor del patrimonio económico en millones de USD, con respecto a variaciones en la tasa de descuento y el precio promedio de la celulosa en el largo plazo.

Tasa de descuento	Precio promedio celulosa LP				
	597	647	697	747	797
8,4%	12.955	14.079	15.203	16.328	17.452
8,9%	11.384	12.391	13.398	14.406	15.413
9,4%	10.067	10.976	11.885	12.793	13.702
9,92%	8.948	9.774	10.599	11.424	12.249
10,42%	7.988	8.741	9.494	10.247	11.000

Valorización Inforsa

Para valorizar Inforsa se utilizaron dos métodos, el Enfoque de Mercado y el de flujos de caja libres descontados.

1. Enfoque de Mercado

El Enfoque de Mercado se basa en que el valor de un activo puede ser estimado comparando su valor con activos con características similares. Para utilizar este método, hemos seleccionado a 5 empresas comparables de la industria forestal y de papel periódico:

Comparables	EV/Ventas	EV/EBITDA
Stora Enso OYJ	0,88x	7,59x
M-real OYJ	0,65x	7,27x
Holmen AB	1,48x	11,16x
Catalyst Paper Corp	0,66x	11,35x
UPM-Kymmene OYJ	1,20x	8,16x
Promedio industria	0,93x	9,11x

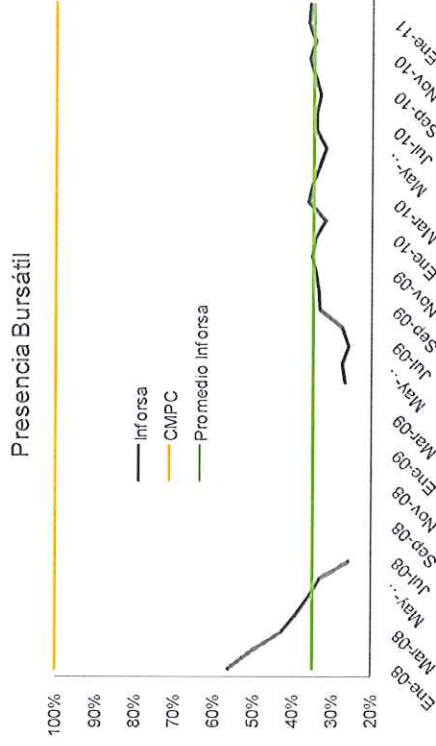
Si tomamos en cuenta los múltiplos de la industria el valor de Inforsa es el siguiente a la Fecha de Valorización:

Mínimo	Promedio	Máximo
215,2	337,3	459,3

Valores en Millones de USD

2. Flujos de caja libres descontados

La valorización de Inforsa se realizó a través del método de flujos caja libres descontados. Los bajos volúmenes transados de las acciones de Inforsa en la Bolsa de Comercio de Santiago dan por resultado una baja presencia bursátil (razón de días en que los montos transados superan las 200 UF en un periodo de 180 días). En promedio anual, Inforsa tiene un 35% de presencia bursátil. A diferencia de CMPC, la cual tiene una presencia bursátil de un 100%. Dicha característica indica que el valor de mercado de las acciones de Inforsa podría no necesariamente reflejar el valor justo de la compañía.



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Inforsa participa en dos negocios claramente definidos. Directamente a través de Inforsa produce y comercializa papel periódico y a través de su subsidiaria Forestal Crecex S.A., participa en la producción y comercialización de maderas pulpables y aserrables.

Para efectos de la valorización se consideró como unidad generadora de flujos solo la división Papeles y se utilizó como valor razonable de la división Forestal la valorización de los activos biológicos de la compañía más el valor de venta de los terrenos una vez que es cosechado el bosque. Dicha valorización representa el valor presente de los flujos proyectados que generaría la división Forestal, la cual es utilizada

Valorización Inforsa

tanto para el reporte en los estados financieros como para el proceso de toma de seguros contra incendios, catástrofes y paralización de producción.

El valor de Inforsa se determinó como el valor presente de los flujos generados por la división Papeles más la valorización en los estados financieros de los activos biológicos más ajustes que se describirán en este Informe.

El horizonte de proyección de los flujos de caja libres fue dividido en dos etapas. Un horizonte explícito y otro implícito. El primero incluye las proyecciones por los siguientes diez años, en los cuales existe un menor grado de incertidumbre respecto de los proyectos, venta y desarrollo de la empresa, y de cómo se desenvolverá el mercado. Este período incluye desde el año 2011 hasta el año 2020. El horizonte implícito de proyección corresponde a la perpetuidad de los flujos a partir del año 2021.

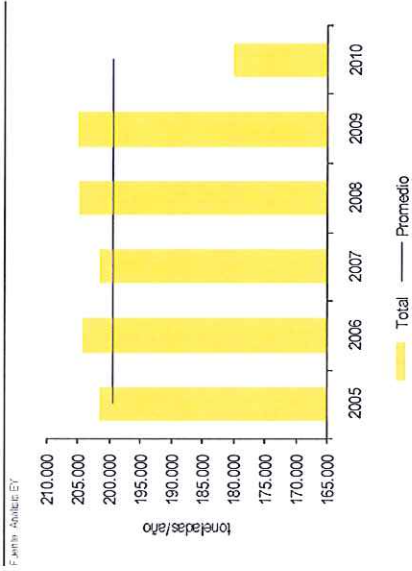
Para el desarrollo de la proyección se utilizaron supuestos obtenidos por análisis de información histórica como también supuestos determinados en conjunto con la administración de Inforsa.

Tasa de impuesto corporativa de 2013 en adelante	17,00%
Tasa de impuesto corporativa 2011	20,00%
Tasa de impuesto corporativa 2012	18,50%
Tasa de inflación – Banco Central de Chile	3,00%
Tasa de crecimiento perpetuo nominal –determinada por EY	3,00%
<hr/>	
Factor costo de incremento energía a partir de 2014	2,04x
Gastos de adm. y vtas segmento forestal (Millones US\$)	(3,9)
CAPEX en función a depreciación	50%

Valorización Inforsa

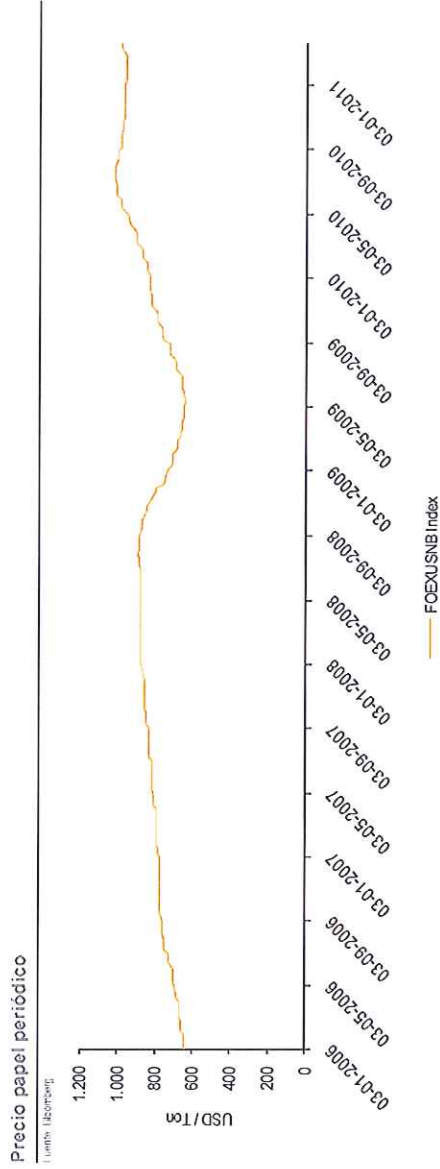
Valorización división Papeles

Volumen de ventas de papel periódico



Ingresos

El precio del papel periódico presenta características de commodity, viéndose afectado por la variación en las capacidades productivas en la industria, el nivel de inventarios, demanda de las empresas editoras además de las variaciones en las condiciones económicas a nivel mundial. La sensibilidad a dichas variables hace que el precio se relacione de forma directa con los ciclos económicos. El mayor referente al precio es el índice de precios de papel periódico - Costa Este de Estados Unidos.



Para la proyección se asumió un precio promedio de 760 USD/ton.

La gráfica de la izquierda muestra el volumen de ventas de papel periódico de Inforsa de los últimos 6 años, con un promedio de venta de 199,643 toneladas al año. Inforsa presenta una capacidad productiva instalada de 200,000 toneladas anuales. Tanto la demanda mundial proyectada como las estrategias comerciales de Inforsa reafirman la posibilidad de producir a máxima capacidad y vender el 100% de dicha producción. No se han indicado proyectos de ampliación de la capacidad por parte de la administración.

Bajo el escenario descrito anteriormente hemos determinado que la cantidad producida y vendida por Inforsa para los años proyectados será igual a 200,000 toneladas anuales.

Valorización Inforsa

Costos

Los costos operacionales de la división Papeles han representado en promedio de los últimos 3 años el 63% sobre las ventas, siendo de gran relevancia en el proceso de generación de flujos. Para efectos de la proyección se clasificaron en tres tipos: (i) gastos variables de ventas, en función de la facturación y su porcentaje histórico; (ii) otros costos de operación, proyectados en función al costo del año anterior ajustado por inflación; (iii) costos de madera, químicos y otros de producción; (iv) costos de energía. Las dos últimas proyectadas en función de las toneladas producidas y ajustadas por inflación según el año anterior.

Para el costo de energía se aplicó un factor de incremento en el año 2014 debido al término del contrato que CMPC tiene con Endesa hasta diciembre de 2013. El factor de incremento del costo energético se calculó en función al precio que hoy paga Inforsa por el suministro eléctrico y el precio al cual actualmente se han licitando los contratos (últimas licitaciones energéticas).

	Miles/TON										Valor terminal		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017		2018	2019
Costos madera, químicos y otros de producción	(0.17)	(0.17)	(0.17)	(0.18)	(0.18)	(0.19)	(0.19)	(0.20)	(0.21)	(0.21)	(0.22)	(0.22)	(0.23)
Energía	(0.11)	(0.12)	(0.12)	(0.12)	(0.13)	(0.13)	(0.29)	(0.29)	(0.29)	(0.30)	(0.31)	(0.32)	(0.34)

Fuente: Análisis EY
*datos en Miles de USD

Los costos de distribución fueron proyectados en función al porcentaje histórico de las ventas. A diferencia de los gastos de administración y otros gastos por función, que fueron ajustados por inflación según el año anterior.

Estructura de costos US\$ (mil)	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	Promedio
Costo de Operación	(82)	(79)	(81)	58%	62%	68%	63%						
Costos madera, químicos y otros de producción	(35)	(36)	(32)	25%	28%	27%	27%						
Energía	(23)	(26)	(22)	16%	20%	19%	18%						
Gastos variables de ventas	(14)	(16)	(14)	10%	12%	11%	11%						
Otros gastos varios de operación	(10)	(2)	(13)	7%	1%	11%	7%						
Otros Costos y Gastos de Operación	(10)	(8)	(9)	7%	7%	8%	7%						
Costos de distribución	(3)	(2)	(2)	2%	2%	2%	2%						
Gastos de administración	(7)	(6)	(7)	5%	4%	6%	5%						
Otros gastos, por función	(0)	(1)	(1)	0%	1%	1%	0%						

Fuente: Análisis EY

Valorización Inforsa

Depreciación

La proyección considera la depreciación del saldo de activos fijos al 31 de diciembre de 2010 más la depreciación de las inversiones adicionales en activos fijos (Capex). Se asumió una vida útil remanente promedio de 28 años para el saldo de activos fijos en Inforsa e inversiones adicionales.

Capex

El Capex de mantención se consideró como un 50% de la depreciación del ejercicio, según los antecedentes entregados por la administración de Inforsa.

Capital de trabajo

La necesidad de capital de trabajo se proyectó en función a los días de rotación de inventario, de pago y cobranza de 2010.

Capital de Trabajo Inforsa (MM USD)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	RV
Cuentas por Cobrar	34,1	23,3	29,9	33,5	34,5	35,5	36,6	37,7	38,8	40,0	41,2	42,4	43,7	45,0
Días	88,7	66,7	92,1	92,1	92,1	92,1	92,1	92,1	92,1	92,1	92,1	92,1	92,1	92,1
Inventarios	16,3	16,2	16,1	17,7	18,2	18,8	25,0	25,7	26,5	27,3	28,1	29,0	29,8	30,7
Días	72,6	74,5	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7
Total activos corrientes	50,4	39,5	46,0	51,2	52,7	54,3	61,6	63,4	65,3	67,3	69,3	71,4	73,5	75,7
Pasivos Circulantes	11	14	10	11	11	11	15	16	16	17	17	18	18	19
Cuentas por pagar	6,8	7,4	7,3	8,0	8,2	8,5	11,3	11,6	12,0	12,4	12,7	13,1	13,5	13,9
Días	30,1	34,0	32,9	32,9	32,9	32,9	32,9	32,9	32,9	32,9	32,9	32,9	32,9	32,9
Cuentas por pagar EERR	3,8	6,3	2,6	2,8	2,9	3,0	4,0	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6	4,8	4,9
Días	17,0	28,8	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6
Total pasivos corrientes	10,6	13,6	9,8	10,8	11,2	11,5	15,3	15,8	16,2	16,7	17,2	17,7	18,3	18,8
Capital de trabajo	39,8	25,9	36,1	40,3	41,5	42,8	46,3	47,6	49,1	50,5	52,1	53,6	55,2	56,9
Variación				4,2	1,2	1,2	3,5	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7

Fuente: Análisis EY

Impuestos

Los impuestos calculados para la proyección corresponden a la multiplicación entre el EBIT (Ingresos antes de Intereses e impuesto) y la respectiva tasa de impuestos corporativos vigente en Chile para el año de ejercicio.

Las tasas de impuesto corporativo corresponden a 20% para 2011, 18,5% para 2012 y 17% para 2013 en adelante.

Valorización Inforsa

Flujos de caja proyectados

Con los supuestos anteriores se procedió a calcular los flujos de caja libres para los años 2011 al 2020, considerando como valor residual el último flujo a perpetuidad con una tasa de crecimiento nominal de 3%:

US\$ (mill)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Valor Terminal
Ingresos Ordinarios, Total	140,3	127,7	118,5	132,6	136,5	140,6	144,9	149,2	153,7	158,3	163,0	167,9	173,0	178,2
Costo de Operación	(82,0)	(79,3)	(80,8)	(88,9)	(91,6)	(94,3)	(125,6)	(129,3)	(133,2)	(137,2)	(141,3)	(145,6)	(149,9)	(154,4)
Costos madera, químicos, energía y otros de producción	(34,8)	(36,2)	(31,7)	(35,5)	(36,5)	(37,6)	(38,8)	(39,9)	(41,1)	(42,4)	(43,6)	(44,9)	(46,3)	(47,7)
Energía	(22,7)	(25,9)	(22,2)	(24,9)	(25,6)	(26,4)	(55,6)	(57,3)	(59,0)	(60,7)	(62,6)	(64,4)	(66,4)	(68,4)
Gastos variables de ventas	(14,4)	(15,5)	(13,6)	(15,0)	(15,4)	(15,9)	(16,4)	(16,9)	(17,4)	(17,9)	(18,4)	(19,0)	(19,5)	(20,1)
Otros gastos varios de operación	(10,1)	(1,6)	(13,2)	(13,6)	(14,0)	(14,4)	(14,8)	(15,3)	(15,7)	(16,2)	(16,7)	(17,2)	(17,7)	(18,2)
Margen de Explotación	58,4	48,4	37,7	43,6	45,0	46,3	19,3	19,9	20,5	21,1	21,7	22,4	23,0	23,7
Otros costos y gastos de operación	(9,8)	(8,5)	(9,3)	(10,0)	(10,3)	(10,6)	(10,9)	(11,2)	(11,6)	(11,9)	(12,3)	(12,7)	(13,0)	(13,4)
Costos de distribución	(2,8)	(2,1)	(1,8)	(2,3)	(2,4)	(2,4)	(2,5)	(2,6)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,9)	(3,0)	(3,1)
Gastos de administración	(6,7)	(5,7)	(6,7)	(6,9)	(7,1)	(7,4)	(7,6)	(7,8)	(8,0)	(8,3)	(8,5)	(8,8)	(9,0)	(9,3)
Otros gastos, por función I+D+I	(0,2)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
EBITDA Papeles	48,6	39,9	28,4	33,7	34,7	35,7	8,4	8,6	8,9	9,2	9,4	9,7	10,0	10,3
Depreciación				10,6	10,8	11,0	11,1	11,5	11,7	11,9	12,1	12,3	12,5	12,9
Impuestos				4,6	4,4	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(-) Capex				5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Variación de capital de trabajo				4,2	1,2	1,2	3,5	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7
Flujo de Caja				19,5	23,7	24,9	(0,5)	1,9	2,1	2,3	2,5	2,8	3,0	46,3

Fuente: Análisis EY

Valorización Inforsa

Valorización división Forestal

El valor de mercado de la división Forestal de Inforsa, la cual es administrada bajo su filial Crecex S.A, corresponde a la valorización de los activos biológicos de la compañía más la valorización de los activos biológicos reflejada en los estados financieros con ajustes que se describen a continuación. Dicha valorización representa el valor presente de los flujos de caja libre proyectados que generaría la división Forestal, la cual es utilizada tanto para el reporte en los estados financieros como para el proceso de toma de seguros contra incendios, catástrofes y paralización de producción. Si bien dicha valorización se realiza bajo la metodología de flujos de caja libres descontados, según antecedentes entregados por la Administración no considera gastos de administración y ventas. Por lo tanto, el valor presente del gasto anual generado por la división, asumiendo el beneficio tributario que estos generan, ha sido descontado del valor reportado como activos biológicos por la empresa. Además se ha considerado el valor presente de la liquidación a valor comercial de las hectáreas liberadas en los siguientes ejercicios hasta desprenderse de las 99.000 hectáreas disponibles para el cultivo.

La siguiente tabla resume el cálculo del flujo descontado de los gastos de administración y ventas generados por la división Forestal:

US\$ (mill)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	RV
Gastos adm. Forestal	(4,4)	(5,4)	(4,0)	(3,3)	(3,4)	(3,6)	(3,7)	(3,8)	(3,9)	(4,0)	(4,2)	(4,3)	(4,4)	(45,1)
Gastos Adm. Forestal descontado				(3,1)	(3,0)	(2,8)	(2,6)	(2,5)	(2,3)	(2,2)	(2,0)	(1,9)	(1,8)	(18,1)

Valorización Inforsa

Para determinar la tasa de descuento adecuada, EY ha seleccionado 5 participantes de la industria que pueden ser considerados comparables con Inforsa.

Estos comparables son empresas de la industria forestal y de producción de papel periódico, poseen una estructura de costos similar y se enfocan a clientes similares.

Como medida de riesgo sistemático se ha utilizado el Beta de la industria (calculado como la mediana del beta a 5 años mensual de las empresas comparables).

Con el cálculo anterior, se ha estimado una tasa de descuento (WACC) de 10,07%.

Tasa de Descuento

	País	B5YM	R2	D/P	Impuestos	Bu
Holmen AB	Suecia	0,88	0,53	31,3%	26,3%	0,72
M-real OYJ	Finlandia	1,47	0,63	127,1%	26,0%	0,76
Norske Skogindustrier ASA	Noruega	0,95	0,29	552,3%	28,0%	0,19
Stora Enso OYJ	Finlandia	1,13	0,49	47,9%	26,0%	0,84
UPM-Kymmene OYJ	Finlandia	1,07	0,50	54,0%	26,0%	0,76
Mediana		1,07	0,50	0,54	0,26	0,76
Fuente: Bloomberg						
Costo del patrimonio						
Beta desapalancado	0,76					4,06%
D/P	54,0%					1,72%
Tasa de impuesto corporativa	17,0%					5,8%
Riesgo país (a)	1,72%					17,0%
Tasa libre de riesgo nominal (b)	4,06%					
Prima por riesgo de mercado (c)	6,50%					
Beta apalancado	1,10					
Costo de la deuda						
Tasa libre de riesgo nominal (b)						4,06%
Spread de deuda(d)						1,72%
Costo de la deuda antes de Impuesto						5,8%
Tasa de impuesto corporativa						17,0%
WACC						
Costo de la deuda después de impuesto						4,80%
Patrimonio					64,9%	12,9%
Deuda					35,1%	4,8%
WACC Nominal						10,07%
(a) CDS de Chile al 31-12-10, fuente: Bloomberg						
(b) Treasury Note USD 10 Y, 31-12-10, fuente: Bloomberg						
(c) Estimación EY						
(d) JPMorgan, SOT Inversiones CMPC 6 1/8% due 19						

Valorización Inforsa

Con los flujos mostrados anteriormente y la tasa de descuento calculada, se obtiene el siguiente valor para Inforsa a la Fecha de Valorización en millones de dólares:

Resultados de valorización	
Proyección	65,6
Valor terminal	18,6
Valor Inforsa división Papeles	84,3
VP Bosques (EEFF 2010)	491,6
VP Terrenos Forestales	187,5
VP GAV Forestal	(42,28)
Valor Inforsa división Forestal	636,8
Ajustes caja no operativa (EEFF 2010)	74,2
Total valor Inforsa	795,3

A continuación se muestra una tabla de sensibilidad del valor del patrimonio económico en millones de dólares con respecto a variaciones en la tasa de descuento y la tasa de crecimiento perpetuo.

Tasa de crecimiento perpetuo	WACC						
	8,5%	9,0%	9,5%	10,1%	10,5%	11,0%	11,5%
1,5%	792,2	792,1	792,1	792,1	792,0	792,0	792,0
2,0%	793,8	793,5	793,2	793,0	792,9	792,7	792,6
2,5%	795,8	795,0	794,5	794,1	793,8	793,5	793,3
3,0%	798,0	796,9	796,0	795,3	794,8	794,4	794,1
3,5%	800,8	799,0	797,7	796,7	796,0	795,4	794,9
4,0%	804,1	801,6	799,8	798,4	797,4	796,6	795,9
4,5%	808,3	804,8	802,2	800,3	799,0	797,9	797,0

Conclusiones

9. Conclusiones

Conclusiones

Valor CMPC

El cálculo del valor de CMPC se realizó bajo las metodologías de cálculo de valor bursátil sensibilizando el horizonte temporal y de flujos de caja libres descontados.

Los resultados obtenidos en millones de dólares a la Fecha de Valorización se resumen a continuación:

Valor Mínimo	Valor Esperado	Valor Máximo
11.287	11.885	12.907

El valor mínimo del rango razonable corresponde a la capitalización bursátil promedio de CMPC en dólares de los últimos 6 meses desde el día anterior a la publicación del hecho esencial.

El valor esperado corresponde al cálculo del valor de CMPC por el método de flujos de caja libres descontados a la Fecha de Valorización.

El valor máximo del rango razonable corresponde a la capitalización bursátil máxima de CMPC en dólares de los últimos 6 meses desde el día anterior a la publicación del hecho esencial.

Valor Inforsa

El valor de Inforsa se determinó como el valor presente de los flujos generados por la división Papeles más la valorización de los activos biológicos reflejada en los estados financieros con ajustes que se describieron en este Informe.

La tabla presentada a continuación resume el cálculo del valor de Inforsa en millones de dólares a la Fecha de Valorización:

Resultados de valorización	
Valor Inforsa división Papeles	84
Valor Inforsa división Bosques	637
Ajustes caja no operativa (EEFF 2010)	74
Total valor Inforsa	795

Conclusiones

Ecuación de canje

En base a las valorizaciones de CMPC e Inforsa presentadas en este Informe, un rango razonable para la ecuación de canje es entre 14,4 y 16,4 acciones de Inforsa por una de CMPC, a la Fecha de Valorización.

En la siguiente tabla se resume el cálculo del rango razonable de la ecuación de canje:

	Valor Mínimo	Valor Esperado	Valor Máximo
Patrimonio económico CMPC (mill USD)	11.287	11.885	12.907
Número acciones CMPC	2.200.000.000	2.200.000.000	2.200.000.000
Valor acción CMPC (pesos)	2.481	2.613	2.837
Patrimonio económico Inforsa (mill USD)	795	795	795
Número acciones Inforsa	2.225.112.573	2.225.112.573	2.225.112.573
Valor acción Inforsa (pesos)	173	173	173
Relación de Canje	14,4	15,1	16,4

Apéndice A

Cálculo de la tasa de descuento

Cálculo de la tasa de descuento

Cálculo de la tasa de descuento

El cálculo de la WACC se realiza mediante la aplicación de la siguiente ecuación:

$$WACC = \frac{E}{E+D} \times K_e + \frac{D}{E+D} \times (K_d \times (1-T))$$

Donde:

- WACC: costo promedio ponderado del capital
- $E / (E+D)$: capital propio como porcentaje del total de activos
- K_e : costo del capital propio
- $D / (D+E)$: deuda como porcentaje del total de activos
- K_d : costo de la deuda
- T: tasa de impuesto a las ganancias

El costo del capital propio se estima de acuerdo con el modelo CAPM ("Capital Asset Pricing Model"), el cual requiere la aplicación de la siguiente ecuación:

$$K_e = R_f + \beta_i \times P_m + R_c$$

Donde:

- K_e : costo del capital propio
- R_f : tasa de libre riesgo
- β_i : beta de la industria
- P_m : prima de mercado
- R_c : prima de riesgo país.

Apéndice B

Fuentes de información

Fuentes de información

Fuentes de información

Para la confección del Informe, se han utilizado diversas fuentes de información:

1. Documentos enviados por la Administración:
 - Documento "Bank of America.pdf": Reporte de industria preparado por Bank of America Merrill Lynch (16 de marzo de 2011)
 - Presentación "Charla 1, Fabricación Papel Periódico.ppt".
 - Documento "Citi-Banchile.pdf": Reporte de industria preparado por Citi Banchile (5 de enero de 2011)
 - Presentación "CMPC's 2007 Company Overview.pdf".
 - Presentación "CMPC's 2008 Company Overview.pdf".
 - Presentación "CMPC's 2009 Company Overview.pdf".
 - Presentación "CMPC's 2010 Company Overview.pdf".
 - Planilla "Información 11 03 2011.xls": información de Inforsa.
 - Documento "Larraín Vial.pdf": reporte de industria forestal preparado por Larraín Vial (31 de enero de 2011).
 - Documento "LWorld_Pulp_&_Rec_Forecast_2010[1].pdf": reporte de industria preparado por RISI (Julio 2010).
 - Documento "Ofering Memorandum CMPC 2018.pdf".
 - Documento "Santander.pdf": Reporte sobre CMPC preparado por Santander (junio de 2010).
 - Documento "Security.pdf": Reporte industria forestal preparado por Inversiones Security (octubre de 2010).
2. Memorias anuales y estados financieros disponibles de CMPC e Inforsa.
3. Otras fuentes de información :
 - Bloomberg
 - Datamonitor
 - Superintendencia de Valores y Seguros
 - RISI
 - Global Insight

Apéndice C

Limitaciones

Limitaciones

Limitaciones

Limitaciones generales a nuestro trabajo

- Sujeto a las restantes limitaciones establecidas a continuación, no tenemos conocimiento de razón alguna que nos haga suponer que los hechos y datos contenidos en este Informe no son correctos.
- Nuestro trabajo se ha realizado sobre la base de información proporcionada por CMPC y valores de mercado.
- Este Informe se basa en y se limita a nuestro conocimiento y experiencia en valuación y en otras cuestiones incluidas en dicho Informe. No hemos realizado auditoría alguna, ni revisión o recopilación de la información financiera histórica o proyectada incluida en este Informe. Del mismo modo, tampoco expresamos una opinión ni damos certeza con respecto a dicha información. Este Informe no constituye un asesoramiento para inversiones ni un asesoramiento legal. Este Informe no tiene por objetivo su uso para evitar las sanciones que pudieran resultar aplicables conforme a las leyes impositivas estatales o locales aplicables y ni usted o un responsable del impuesto podrán utilizarlo con ese fin.
- No investigamos el título de propiedad de la empresa o de los activos objeto del presente Informe. Nos hemos basado en manifestaciones del propietario de la empresa o activos y podemos asumir que (i) el título es válido y comercializable, (ii) la empresa y los activos están libres de embargos y gravámenes, (iii) cumplen con todas las leyes y reglamentaciones federales, estatales y locales (incluidas, a título enunciativo, aquellas relacionadas con el uso de la propiedad, el medio ambiente, la zonificación y otros requisitos similares) y (iv) que todas las licencias, certificados de ocupación, autorizaciones y permisos legislativos o administrativos emanados de autoridades federales, estatales o locales u organismos gubernamentales, entidades u organizaciones privadas requeridos para cualquier uso de la propiedad relacionado de cualquier modo con este Informe o con los servicios subyacentes, fueron obtenidos o pueden obtenerse o renovarse. No asumimos responsabilidad alguna por la descripción legal de las propiedades.
- CMPC podrá divulgar este Informe sólo en la versión original suministrada por EY, completa y sin modificaciones.
- Nuestras estimaciones sobre el valor razonable tienen vigencia a la fecha establecida específicamente en este Informe. Los cambios en las condiciones de mercado pueden dar como resultado variaciones sustancialmente diferentes que las indicadas a la fecha del Informe. No asumimos responsabilidad alguna por los cambios en las condiciones de mercado que ocurran con posterioridad a la fecha del Informe y no tenemos obligación de actualizar el Informe, o nuestras recomendaciones, análisis, conclusiones u otros documentos relacionados con nuestros servicios después de la fecha del Informe, por motivo alguno.

Limitaciones

Limitaciones

- Se nos suministró información oralmente y por escrito, así como datos en formato electrónico, relacionados con la empresa o con los activos que analizamos. Nos hemos basado en esa información para confeccionar este Informe y no tenemos responsabilidad alguna de verificar de manera independiente su exactitud e integridad. No asumimos responsabilidad alguna por la integridad o la exactitud de la información suministrada por otros, incluida su gerencia.
- Es posible que hayamos extraído determinada información financiera histórica utilizada en nuestra valuación de estados contables auditados o no, que son responsabilidad de la gerencia. Los estados contables pueden incluir notas aclaratorias exigidas por los principios contables generalmente aceptados. No hemos verificado de manera independiente la exactitud ni la integridad de los datos extraídos y no expresamos opinión alguna ni brindamos certeza sobre ellos o sobre los estados contables subyacentes.
- No hemos realizado un dictamen acerca de si hubo violaciones o abuso a las leyes, o reglamentaciones en materia de fraude u otras leyes. No asumimos responsabilidad alguna de prestar asesoramiento legal y le recomendamos que consulte los aspectos legales con su asesor en la materia.