



# Informe de Evaluación Independiente

Santiago, 12 de marzo 2020

**LANDMARK**  
ALANTRA GROUP

# Nota aclaratoria

---

Landmark Capital S.A. (en adelante, “Landmark”) ha sido contratado por el Comité de Directores de Cemento Polpaico S.A. (en adelante, “Polpaico”) para desempeñarse como evaluador independiente en los términos del artículo 147 de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, en el marco del Acuerdo para Fusionar por absorción (en adelante, la “Transacción”) Gamma Cementos S.A. (en adelante, “Gamma”), matriz de Cementos Bicentenario S.A. y filiales (en adelante, “BSA”), en Polpaico, siendo esta última la continuadora legal de ambas compañías (en adelante, conjuntamente, las “Compañías”).

El presente Informe (en adelante, el “Informe”) fue elaborado para ser usado exclusivamente por el Comité de Directores de Polpaico y sus accionistas en el contexto de la Transacción y debe ser utilizado exclusivamente en dicho contexto. El Informe solo podrá ser revelado a terceros de acuerdo con los términos establecidos en el artículo 147 de la Ley N° 18.046.

Este Informe y las cifras aquí contenidas se basan en información confidencial entregada por las Compañías, así como en información pública. Landmark ha procurado que toda la información contenida en las valoraciones de las Compañías y en este Informe sea correcta, aunque no ha verificado de forma independiente dicha información. Landmark no asume responsabilidad respecto de la misma como tampoco por las conclusiones que puedan derivarse a partir de información que fuera falsa, errónea o incompleta.

Como parte de la evaluación de la Transacción, Landmark ha desarrollado modelos financieros de Polpaico y de BSA, único activo operativo de Gamma, que contienen proyecciones del negocio que han sido elaboradas de forma independiente por Landmark basadas en información histórica entregada por Polpaico; información histórica entregada por Gamma y BSA; proyecciones financieras elaboradas por las administraciones de las Compañías; estimaciones de Landmark, Polpaico y Gamma y/o sus filiales sobre la base de su conocimiento del negocio y parámetros e información general de la industria.

Landmark no asume responsabilidad alguna por eventuales resultados o consecuencias de la Transacción o de su no realización. El presente Informe y la evaluación de la Transacción, se base en proyecciones futuras y en proyecciones de escenarios macroeconómicos, que deben considerarse como tales. La metodología y conclusiones aquí presentadas representan la mejor estimación de Landmark al momento de la realización de la evaluación. No obstante, toda proyección podría diferir de la realidad significativamente. Los resultados futuros de las Compañías dependen de numerosos factores que sobrepasan el alcance de este análisis. Por tanto, Landmark no asume responsabilidad alguna ni obligación alguna de indemnizar en el evento que los resultados futuros sean diferentes de las estimaciones, predicciones o proyecciones elaboradas para el presente Informe.

El contenido del Informe no debe ser considerado, usado o interpretado como una asesoría legal, contable o tributaria, y cualquier contenido del mismo que haga referencia, directa o indirectamente, a aspectos legales, contables o tributarios debe ser entendido como una revisión de aspectos generales que Landmark ha considerado relevantes para la valoración de las Compañías y la evaluación de la Transacción. Asimismo, el presente Informe no constituye una recomendación sobre cómo proceder respecto a cualquier decisión que se deba adoptar respecto de la Transacción. Landmark no asume responsabilidad alguna en relación con las decisiones adoptadas por el Comité de Directores de Polpaico o los accionistas de Polpaico o cualquier otra entidad en relación con la Transacción. Cada parte deberá analizar en forma independiente los riesgos y los beneficios de la Transacción considerando toda la información disponible.

Este Informe de evaluación de la Transacción y sus conclusiones son confidenciales, de propiedad y uso exclusivo de Polpaico; se prohíbe copiar, reproducir, transmitir o distribuir las conclusiones de este Informe el previo permiso por escrito de Landmark y de Polpaico.

---

# Contenidos

1. Resumen ejecutivo
2. Descripción de la Transacción
3. Análisis de la Transacción
4. Términos para la Transacción
5. Anexos
  - i. Múltiplos de cotización y transacción
  - ii. Metodología WACC

# 1. Resumen ejecutivo

# Resumen ejecutivo

---

- Landmark ha sido contratado por Polpaico como evaluador independiente, según lo contemplado en el artículo 147 de la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas para apoyar a su Directorio en el análisis de la transacción contemplada en el Acuerdo para Fusionar Polpaico y Gamma (la “Transacción”).
- Landmark desarrolló este Informe de evaluación de la Transacción a partir de información provista por Polpaico y Gamma, que tiene como principales activos operacionales a Cementos Bicentenario S.A. y filiales (“BSA”), en conjunto las “Compañías”, información macroeconómica e información de mercado.
- El análisis ha incluido las valoraciones de las Compañías realizadas en base a la metodología de descuento de flujos de caja (“DFC”). Las metodologías de múltiplos de compañías comparables con cotización y transacciones comparables se utilizan como métodos complementarios para validación de los resultados obtenidos a partir de la metodología de DFC.

## Conclusiones

- En base a los antecedentes recibidos de las Compañías y al análisis realizado, la Transacción, en los términos descritos en este Informe, contribuye al interés social de Polpaico.
- En base a las valoraciones de las Compañías, se ha estimado un rango de relación de canje entre 4,384x y 3,955x nuevas acciones de Polpaico por cada acción de Gamma. Esta relación de canje corresponde a un rango de participación accionaria en la fusionada para los actuales accionistas de Polpaico entre 66,71% y 68,96%.
- Por tanto, una transacción de fusión realizada con una relación de canje por debajo de 4,384x, equivalente a una participación en la fusionada superior a 66,71%, sería beneficioso para los accionistas de Polpaico.

## 2. Descripción de la Transacción

# Antecedentes y alcance de servicio

## Descripción de la Transacción

### Antecedentes y descripción

- El 18 de febrero de 2020, a través de un Hecho Esencial, Cemento Polpaico S.A. (“Polpaico”) comunicó la suscripción del acuerdo denominado Acuerdo para Fusionar, entre (i) Inversiones Lota Green SpA, controladora de aproximadamente el 60% de las acciones de Polpaico, a través de Gamma Cementos II SpA (“Gamma II”), y controladora a su vez, de Cementos Bicentenario S.A. (“BSA”) a través de la sociedad Gamma Cementos S.A., (“Gamma”) y (ii) los accionistas Volcán Compañía Minera S.A.A., Inmobiliaria Escorial Limitada, Inversiones Marchigüe Limitada e Inversiones Megeve Dos Limitada, que representan aproximadamente el 34,5% de las acciones emitidas por Polpaico, para llevar adelante las gestiones tendientes a fusionar Polpaico con Gamma (la “Transacción Propuesta”).
- La fusión proyectada implicará la absorción por parte de Polpaico de Gamma.
- Polpaico continuará como sucesora legal de ambas Compañías.
- Polpaico aumentaría su capital a efecto de distribuir las acciones emitidas a los accionistas de Gamma.

### Objetivos y alcance

- Landmark ha sido contratado por Polpaico como evaluador independiente, según lo contemplado en el artículo 147 de la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas para apoyar a su Directorio en la evaluación de la Transacción. El alcance del trabajo de Landmark incluye:
- Descripción de la Transacción.
- Análisis del racional de la Transacción y potenciales efectos relacionados a la ejecución de la Transacción.
- Valoración de Gamma (que tiene como activos operacionales a BSA y sus filiales) y de Polpaico para determinar un rango de relación de canje para la Transacción.

# Información disponible e interacciones

## Descripción de la Transacción

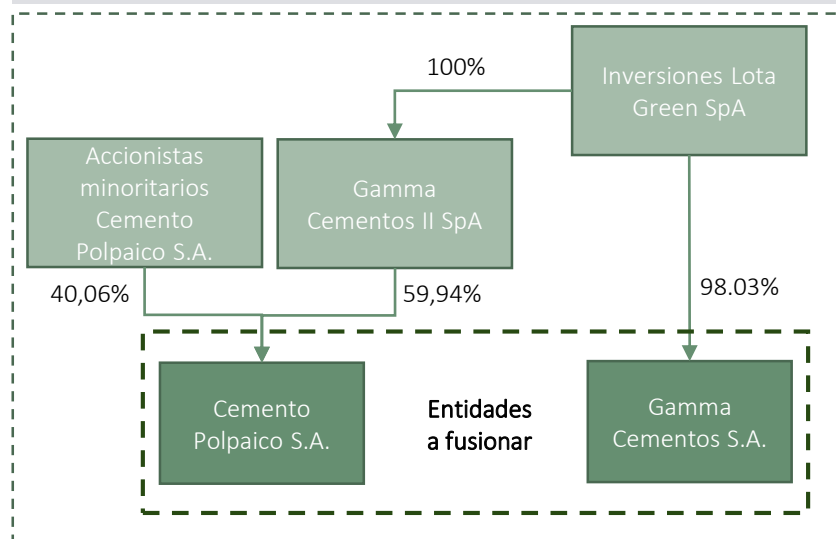
- Para elaborar el presente informe, Landmark utilizó información pública y privada de las Compañías que son parte de la Transacción, incluyendo:
  - Estados financieros consolidados auditados para los períodos 2017-2019 de Polpaico.
  - Estados financieros consolidados auditados para los períodos 2017-2019 de BSA.
  - Estados financieros consolidados auditados para los períodos 2017-2019 de Gamma.
  - Presupuestos de las Compañías para el año 2020.
  - Informes de gestión de Polpaico para los años de 2017-2019.
  - Informes de gestión de BSA para los años de 2017-2019.
  - Presentaciones de las administraciones de Polpaico y BSA.
  - Reuniones y conferencias telefónicas con las administraciones de las Compañías, para analizar los principales supuestos utilizados en las proyecciones.
  - Información pública disponible en el mercado, tanto de las Compañías involucradas en la Transacción como de empresas comparables.
  - Información sobre transacciones comparables completadas en años recientes en la región de Latinoamérica (Fuente: EMIS y Capital IQ.).
  - Información sobre compañías comparables con cotización pública en mercados de la región (Fuente: Capital IQ).

# Transacción

## Descripción de la Transacción

- Actualmente Gamma II, filial de Inversiones Lota Green SpA (“Lota Green”), es titular de 10.714.260 acciones de Polpaico, que corresponden al 59,94% de las acciones emitidas por esta última.
- Además, Gamma, filial de Lota Green, es titular de un 99,999% del capital accionario de BSA.
- En el marco del proceso propuesto de fusión entre Polpaico y Gamma por absorción de Gamma:
  - Gamma se disolvería, sin necesidad de liquidación, sucediéndola Polpaico en todos sus derechos y obligaciones.
  - Polpaico aumentaría su capital a efecto de distribuir las acciones emitidas entre los accionistas de Gamma.
- Post fusión, Lota Green controlaría Polpaico a través de una participación directa producto del aumento de capital y a través de su inversión indirecta vía Gamma II.

### Situación actual



# Hechos previos

## Descripción de la Transacción

### JULIO 2015

Las dos mayores cementeras del mundo, Lafarge y Holcim, concretan la fusión que estaban negociando desde mediados de 2014, creando así la mayor cementera del mundo: LafargeHolcim ("LH"). Con la fusión se anuncia un plan de desinversión por US\$3.500 millones, que posteriormente se amplió a US\$5.000 millones.

### JUNIO 2017

Se anuncia en un hecho esencial que HC, Caburga y la FNE alcanzaron un acuerdo y se aprueba la operación. A partir de este acuerdo, Gamma Cementos S.A., matriz de Cementos Bicentenario S.A., lanza una OPA por el 100% de las acciones de Polpaico. Como resultado, Gamma<sup>(2)</sup> se hace con 10.207.457 acciones, equivalentes a 57,11% del capital de Polpaico, incluyendo la participación de HC en dicha sociedad.

### NOVIEMBRE 2018

El directorio de Gamma II hace llegar al directorio de Polpaico una carta informando la decisión de desistir de la fusión propuesta.

### OCTUBRE 2016

Enmarcado en el plan de desinversión de LH, en ese momento controlador de Cemento Polpaico S.A. a través de Holchile S.A. ("HC") con aproximadamente un 54,32% de las acciones, se anuncia un acuerdo vinculante suscrito entre HC y Caburga<sup>(1)</sup>, una sociedad del Grupo Hurtado Vicuña y matriz de Gamma, en el que Caburga se obliga a efectuar una OPA por el 100% de las acciones de Polpaico y a HC a vender su participación en dicha OPA. El acuerdo queda sujeto a la aprobación de la FNE.

### FEBRERO - MARZO 2018

Gamma II hace llegar al directorio de Polpaico una carta en la que comunica su voluntad de someter a la consideración y resolución de los accionistas de Polpaico la fusión por incorporación de Gamma en Polpaico.

Se encarga la elaboración de un informe de evaluación independiente y se designa un perito para la preparación de un informe pericial.

### FEBRERO 2020

Mediante un hecho esencial, Polpaico anuncia la suscripción de un acuerdo denominado "Acuerdo para Fusionar" entre Lota Green, controladora de Gamma II, y los accionistas minoritarios de Polpaico para avanzar con las gestiones tendientes a fusionar Polpaico con Gamma, matriz de BSA.

El Acuerdo para Fusionar establece que, de aprobarse, Polpaico absorberá Gamma e implicará una relación de canje de 70/30 para los accionistas de Polpaico y de Gamma, respectivamente, en la fusionada.

(1) Posteriormente, absorbida por Inversiones Lota Green SpA.

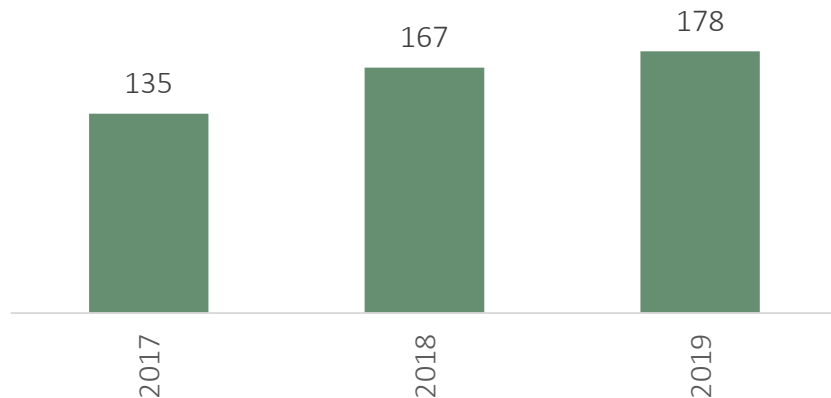
(2) En 2018, Gamma Cementos S.A. fue objeto de una modificación social, siendo su continuadora para efectos de control de Polpaico la sociedad Gamma Cementos II SpA.

# Descripción Polpaico

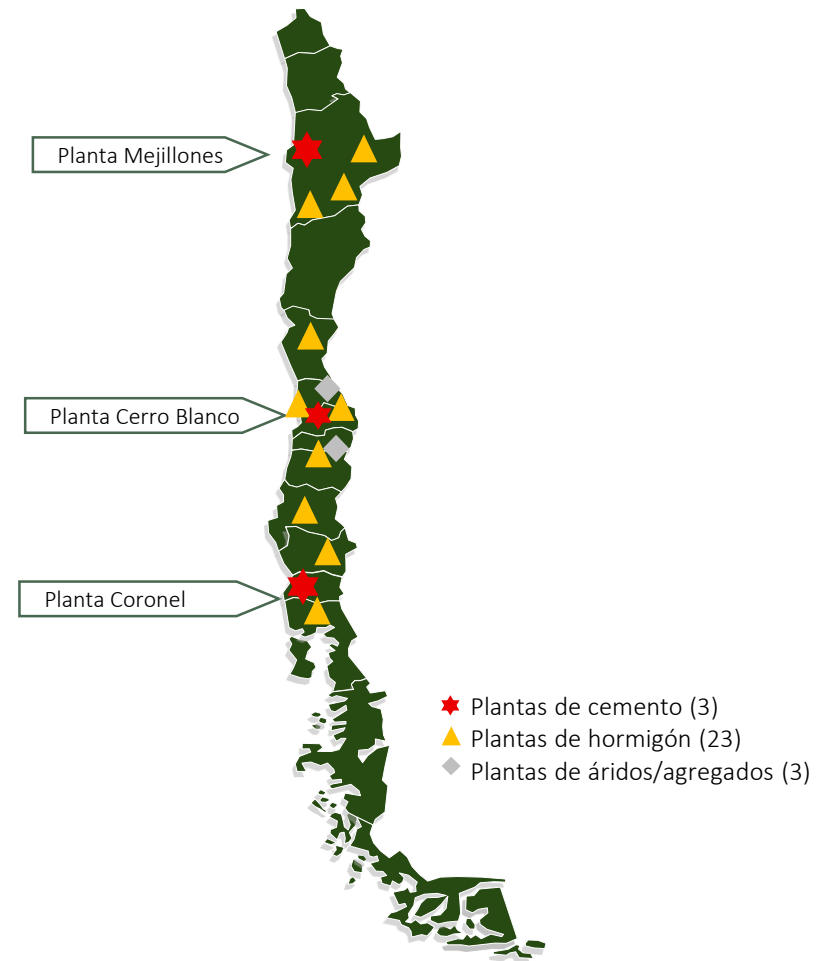
## Descripción de la Transacción

- Polpaico, fundada en 1945, es una compañía líder en los mercados del cemento y hormigón en Chile.
- Desde agosto de 2017 es controlada por el Grupo Hurtado Vicuña luego de hacerse con el 57,11% de las acciones a través de una OPA.
- Sus productos se separan en tres líneas de negocio: (i) cemento, (ii) hormigón y (iii) áridos/agregados.
- Polpaico cuenta con 3 plantas de cemento, 23 plantas de hormigón y 3 plantas de áridos.

**Evolución ingresos (en CLP miles de millones)**



## Presencia geográfica



# Resumen financiero Polpaico

## Descripción de la Transacción

| Balance                     |                |                |                |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|
| (Ch\$ millones)             | 2017           | 2018           | 2019           |
| Efectivo y equivalente      | 9.363          | 105            | 1.668          |
| Cuentas por cobrar          | 23.699         | 33.156         | 28.672         |
| Inventario                  | 15.834         | 20.858         | 18.589         |
| PP&E                        | 75.472         | 76.217         | 86.836         |
| Otros                       | 14.889         | 20.531         | 22.477         |
| <b>Total activos</b>        | <b>139.257</b> | <b>150.867</b> | <b>158.242</b> |
| Obligaciones financieras    | 19.598         | 26.724         | 29.385         |
| Cuentas por pagar           | 21.780         | 28.670         | 26.951         |
| Otros                       | 7.026          | 6.712          | 9.076          |
| <b>Total pasivos</b>        | <b>48.404</b>  | <b>62.106</b>  | <b>65.412</b>  |
| <b>Patrimonio</b>           | <b>90.853</b>  | <b>88.761</b>  | <b>92.830</b>  |
| <b>Pasivos + Patrimonio</b> | <b>139.257</b> | <b>150.867</b> | <b>158.242</b> |

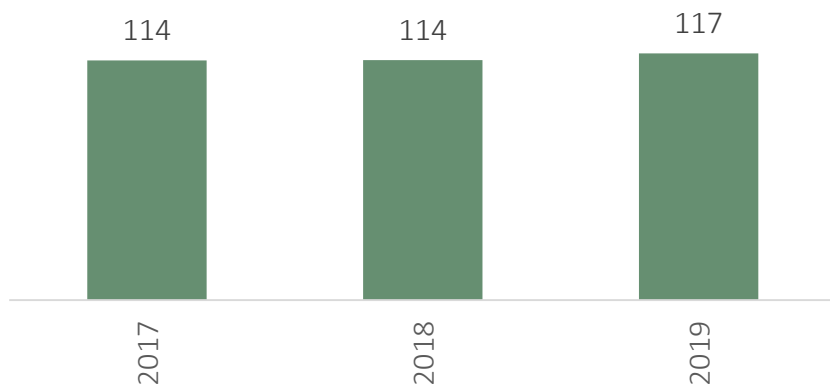
| Estado de resultado                |                |                |               |
|------------------------------------|----------------|----------------|---------------|
| (Ch\$ millones)                    | 2017           | 2018           | 2019          |
| Ingresos                           | 135.326        | 166.549        | 177.696       |
| Costos de venta                    | (89.185)       | (111.319)      | (112.586)     |
| <b>Utilidad bruta</b>              | <b>46.141</b>  | <b>55.230</b>  | <b>65.109</b> |
| <i>Margen bruto</i>                | <i>34,1%</i>   | <i>33,2%</i>   | <i>36,6%</i>  |
| Costos de distribución             | (31.406)       | (35.330)       | (40.638)      |
| GAV                                | (7.645)        | (6.991)        | (8.448)       |
| Otros                              | (5.795)        | (6.205)        | (6.389)       |
| <b>Resultado operacional</b>       | <b>1.295</b>   | <b>6.704</b>   | <b>9.634</b>  |
| <i>Margen operacional</i>          | <i>1,0%</i>    | <i>0,4%</i>    | <i>0,5%</i>   |
| Otros ingresos neto                | 187            | (9.574)        | (33)          |
| Gasto financiero                   | (803)          | (859)          | (1.593)       |
| Otros no operacionales             | (291)          | (215)          | (863)         |
| <b>Resultado antes de impuesto</b> | <b>388</b>     | <b>(3.944)</b> | <b>7.145</b>  |
| Impuestos                          | (1.431)        | 1.805          | (1.375)       |
| <b>Resultado neto</b>              | <b>(1.043)</b> | <b>(2.139)</b> | <b>5.770</b>  |
| <i>Margen neto</i>                 | <i>-0,8%</i>   | <i>-0,1%</i>   | <i>3,2%</i>   |

# Descripción BSA

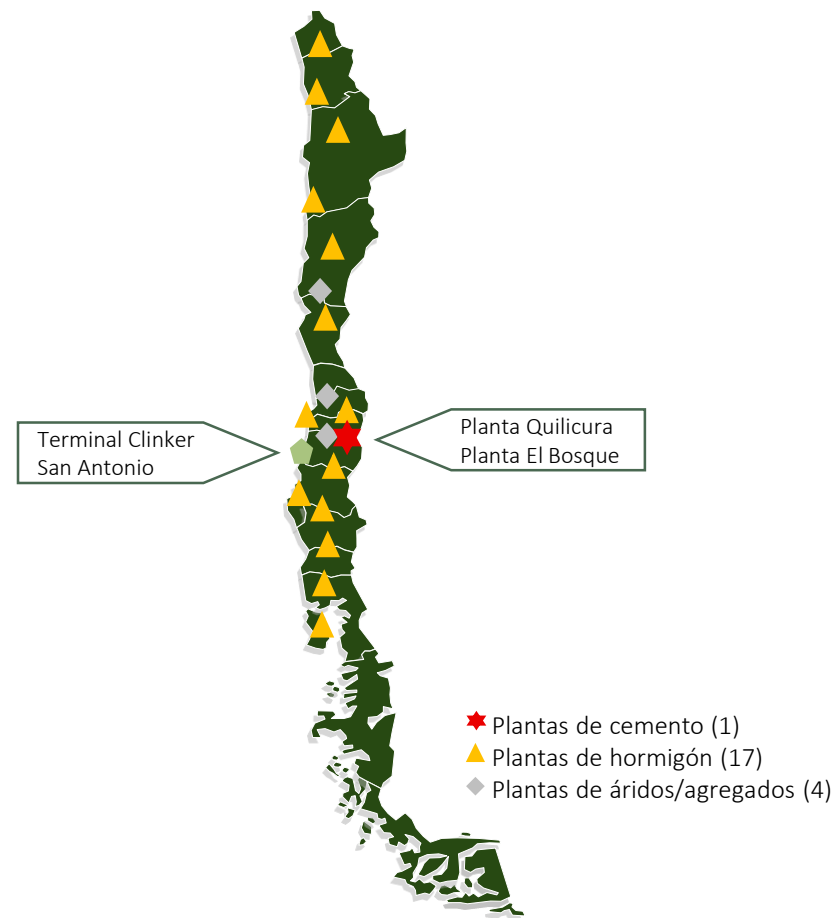
## Descripción de la Transacción

- BSA, constituida en 2010 tras la compra de Cemento Búfalo por parte del Grupo Hurtado Vicuña, es una empresa relevante en el mercado del cemento y del hormigón en Chile.
- Sus productos se separan en tres líneas de negocio: (i) cemento, (ii) hormigón y, (iii) áridos/agregados.
- BSA cuenta con una planta de cemento, 17 plantas de hormigón y 4 plantas de áridos.

### Evolución ingresos (en CLP miles de millones)



### Presencia geográfica



# Resumen financiero BSA

## Descripción de la Transacción

| Balance                     |                |                |                |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|
| (Ch\$ millones)             | 2017           | 2018           | 2019           |
| Efectivo y equivalente      | 4.122          | 7.258          | 7.559          |
| Cuentas por cobrar          | 16.923         | 22.128         | 22.443         |
| Inventario                  | 15.260         | 15.533         | 17.656         |
| PP&E                        | 104.737        | 100.884        | 107.490        |
| Otros                       | 43.642         | 23.501         | 26.493         |
| <b>Total activos</b>        | <b>184.684</b> | <b>169.304</b> | <b>181.641</b> |
| Obligaciones financieras    | 38.118         | 33.128         | 37.189         |
| Cuentas por pagar           | 19.446         | 15.498         | 18.288         |
| Otros                       | 23.267         | 7.486          | 11.481         |
| <b>Total pasivos</b>        | <b>80.931</b>  | <b>56.112</b>  | <b>66.958</b>  |
| <b>Patrimonio</b>           | <b>103.754</b> | <b>113.192</b> | <b>114.683</b> |
| <b>Pasivos + Patrimonio</b> | <b>184.684</b> | <b>169.304</b> | <b>181.641</b> |

| Estado de resultado                |                |               |               |
|------------------------------------|----------------|---------------|---------------|
| (Ch\$ millones)                    | 2017           | 2018          | 2019          |
| Ingresos                           | 113.946        | 114.002       | 117.226       |
| Costos de venta                    | (102.207)      | (99.309)      | (104.812)     |
| <b>Utilidad bruta</b>              | <b>11.739</b>  | <b>14.694</b> | <b>12.414</b> |
| <i>Margen bruto</i>                | <i>10,3%</i>   | <i>12,9%</i>  | <i>10,6%</i>  |
| GAV                                | (9.863)        | (8.807)       | (10.122)      |
| <b>Resultado operacional</b>       | <b>1.877</b>   | <b>5.887</b>  | <b>2.292</b>  |
| <i>Margen Operacional</i>          | <i>1,6%</i>    | <i>5,2%</i>   | <i>1,9%</i>   |
| Otros ingresos neto                | (1.418)        | 6.882         | (475)         |
| Gasto financiero                   | (2.448)        | (2.041)       | (1.504)       |
| Otros no operacionales             | (188)          | (576)         | 172           |
| <b>Resultado antes de impuesto</b> | <b>(2.177)</b> | <b>10.152</b> | <b>484</b>    |
| Impuestos                          | 949            | (517)         | 849           |
| <b>Resultado neto</b>              | <b>(1.228)</b> | <b>9.635</b>  | <b>1.334</b>  |
| <i>Margen Neto</i>                 | <i>-1,1%</i>   | <i>8,4%</i>   | <i>1,1%</i>   |

### 3. Análisis de la Transacción

# Principales beneficios esperados de la Transacción

## Análisis de la Transacción

- La Transacción generaría beneficios relevantes tanto desde la perspectiva estratégica como de la reducción de costos operativos.

|                         |                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-------------------------|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Beneficios estratégicos | Mejor posicionamiento en el mercado de cemento y hormigón | <ul style="list-style-type: none"><li>La Transacción permitiría a las Compañías consolidarse como un participante líder tanto en el mercado del cemento como el de hormigón en todo el país.</li></ul>                                                                                                                                                                  |
|                         | Complementariedad en líneas de negocio                    | <ul style="list-style-type: none"><li>La operación de Polpaico está enfocada en el mercado de cemento, en donde el portafolio de productos de las Compañías es complementario.</li><li>A su vez, en el mercado del hormigón, la fusión crearía la compañía con mayor cobertura a nivel nacional, con presencia en todos los mercados mas relevantes del País.</li></ul> |
| Sinergias operativas    | Ahorros por gestión conjunta de plantas                   | <ul style="list-style-type: none"><li>Compartir tanto el <i>expertise</i> como las estructuras entre las distintas plantas productoras tanto de cemento como de hormigón.</li></ul>                                                                                                                                                                                     |
|                         | Simplificación de estructura corporativa                  | <ul style="list-style-type: none"><li>La integración de las Compañías generaría duplicación de funciones, lo que podría permitir una reducción de costos en las áreas comercial, operaciones y áreas de soporte.</li></ul>                                                                                                                                              |
|                         | Cierre de hormigoneras redundantes                        | <ul style="list-style-type: none"><li>La fusión permitiría el cierre de hormigoneras redundantes cuyas ubicaciones no generen un beneficio logístico.</li></ul>                                                                                                                                                                                                         |
|                         | Optimización logística                                    | <ul style="list-style-type: none"><li>La integración permitiría optimizar combinaciones logísticas, reduciendo distancias y aumentando robustez operativa en el movimiento de todos los productos, incluyendo clinker, cemento, áridos y hormigón.</li></ul>                                                                                                            |

# Metodología de valoración

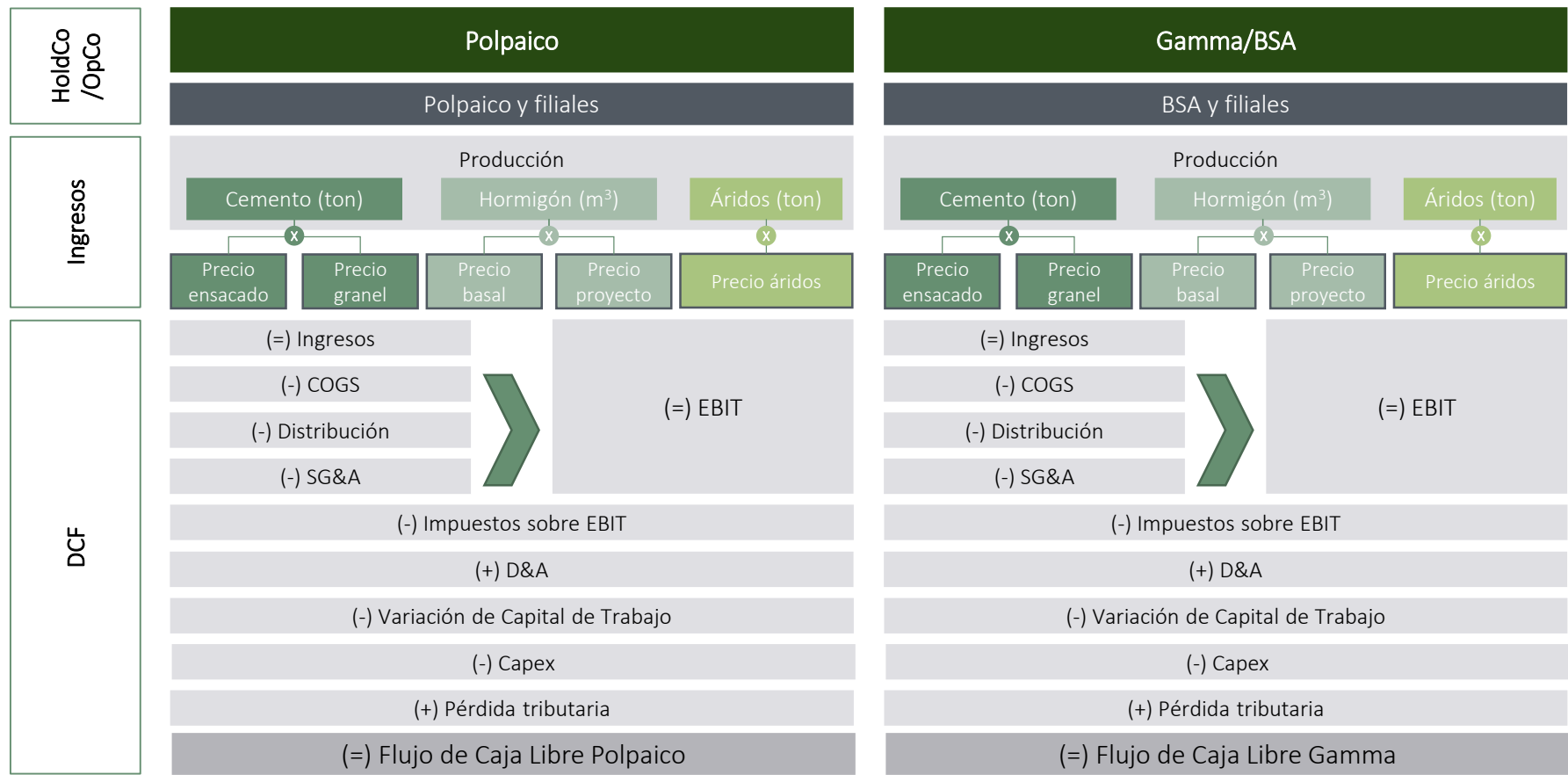
## Análisis de valoración

| Metodología                                 | Descripción                                                                                                                                                                                                                                              | Aplicabilidad                                                                       | Comentario                                                                                                                                                                                                                    | Pros y contras                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Flujo de Caja Libre Descontado (DFC)</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Proyección de estados financieros</li> <li>Estimación del flujo de caja de los activos de la compañía (flujo desapalancado)</li> <li>Descuento de flujos al costo de capital promedio ponderado (WACC)</li> </ul> |    | <ul style="list-style-type: none"> <li>La madurez y estabilidad de los flujos a lo largo de los años que las Compañías llevan participando en la industria hacen de este método el más indicado para la valoración</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>↑ Basado en conceptos financieros ampliamente aceptados</li> <li>↑ Se centra en el futuro de la compañía y sus fundamentos de crecimiento</li> <li>↑ Flexibilidad respecto del manejo de los distintos patrones de flujo de caja</li> <li>↑ Permite incluir explícitamente consideraciones acerca del riesgo</li> <li>↓ Supuestos pueden tener cierto nivel de arbitrariedad</li> <li>↓ El valor terminal y/o el crecimiento esperado de largo plazo pueden ser significativamente gravitantes</li> </ul> |
| <b>Múltiplos de transacción</b>             | <ul style="list-style-type: none"> <li>Utiliza como referencia transacciones anteriores en los mismos sectores para extrapolar métricas de valorización</li> </ul>                                                                                       |    | <ul style="list-style-type: none"> <li>La comparación de valoración usando esta metodología se realiza con fines referenciales</li> </ul>                                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>↑ Provee una guía respecto de lo que el mercado estaría dispuesto a aceptar como valor</li> <li>↑ Buen proxy para el problema de no contar con transacciones precedentes de compañías verdaderamente comparables</li> <li>↓ Dependiendo del tamaño de la muestra, el nivel de significancia estadística podría ser razonablemente cuestionado</li> <li>↓ Discutible relevancia en compañías con modelos de negocios poco comparables o mercados con distintos niveles de riesgo</li> </ul>                |
| <b>Múltiplos de cotización</b>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Considera a qué múltiplos se están transando compañías comparables del sector</li> <li>Se aplican dichos múltiplos a la compañía bajo análisis</li> </ul>                                                         |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>La comparación de valoración usando esta metodología se realiza con fines referenciales</li> </ul>                                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>↑ Benchmark para mercados en los cuales no hay comparables que se transen en bolsa</li> <li>↓ En mercados pequeños la calidad de la información es limitada y la falta de liquidez puede afectar los precios y los valores compañía</li> <li>↓ Limitaciones dadas por las diferencias entre las compañías y los mercados en los que operan (e.g. riesgo, crecimiento, etc.)</li> </ul>                                                                                                                    |

# Flujo de Caja Libre Descontado

## Análisis de valoración

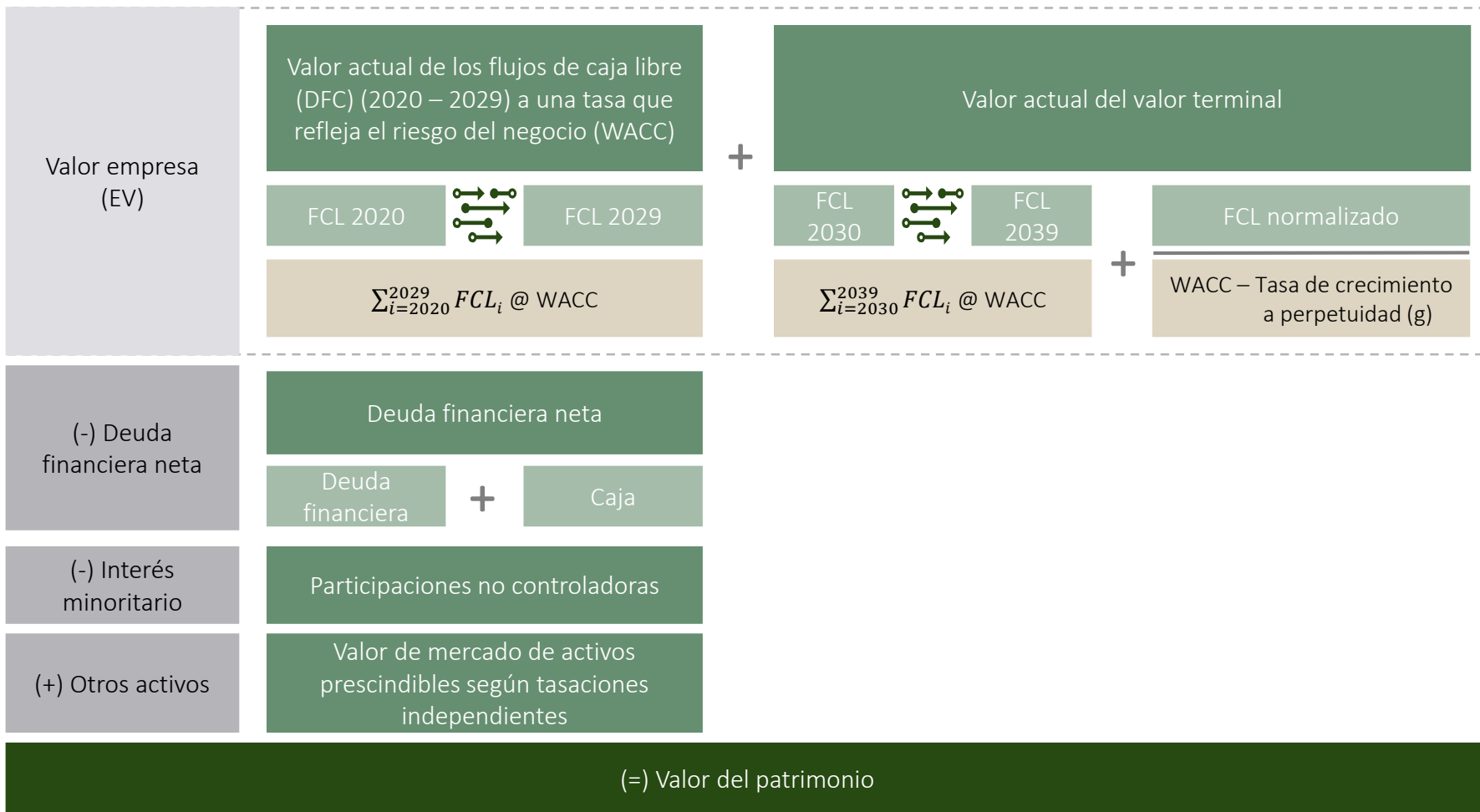
- Para la estimación de los flujos de caja futuros se ha desarrollado un modelo financiero detallado de las Compañías operativas teniendo como base las cifras históricas y el presupuesto 2020; a partir de ello se elaboraron proyecciones de resultados y flujos operacionales; los flujos han sido descontados a una tasa que refleja el riesgo del negocio.



# Flujo de Caja Libre Descontado (cont.)

## Análisis de valoración

- Es relevante tener en consideración que el valor económico de una compañía depende también de diversos factores que trascienden el ámbito puramente técnico, lo cual nos lleva a hablar de rangos de valor, más que de un valor específico.



# Supuestos generales de proyección

## Análisis de valoración

|                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Período de proyección | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Proyección a 10 años (2020-2029); 2020E corresponde al forecast de la administración.</li><li>▪ Se utilizan proyecciones en términos nominales en moneda local (Ch\$).</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Supuestos macro       | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Proyecciones de crecimiento del producto obtenidas de FocusEconomics Consensus Forecast Latin America, Febrero 2020.</li><li>▪ Se proyectan tasas de inflación para Chile de 3% y para Estados Unidos de 2,2% según estimaciones del Banco Central de Chile y el FMI, respectivamente.</li><li>▪ Las proyecciones de tipo de cambio son realizadas utilizando el método de paridad de poder adquisitivo.</li></ul>                    |
| Tasa de descuento     | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Tasa de descuento nominal en CLP de 11,22%, basada en modelo CAPM.</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Impuestos             | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Tasa impositiva de 27%.</li><li>▪ Se valorizan las pérdidas tributarias acumuladas de las Compañías.</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Capex                 | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Considera el plan de Capex revisado con las administraciones de las Compañías, que incluye inversiones para crecimiento, mantención y renovaciones de flota.</li></ul>                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Valor terminal        | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ El valor terminal es estructurado como la suma de dos componentes: (i) proyección a 10 años del flujo de 2029 ajustado por inflación y considerando el Capex requerido a fin de estabilizar la relación Capex/depreciación; y (ii) la perpetuidad del flujo del año 2039 constante en términos reales.</li><li>▪ Se asume que el Capex se iguala a la depreciación a perpetuidad (el activo fijo neto se mantiene estable).</li></ul> |
| Ajustes patrimonio    | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Para determinar el valor del patrimonio fueron considerados los siguientes ajustes:<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Deuda neta según los estados financieros para cada compañía y dividendos a pagar.</li><li>▪ Valor de activos fijos prescindibles considerados a valor de mercado según tasaciones independientes.</li><li>▪ Ajustes por participaciones no controladoras (interés minoritario).</li></ul></li></ul>        |

# Análisis de sensibilidad

## Análisis de valoración

### Polpaico

| g (%) Crecim. | EV (Ch\$ millones) |         | WACC (incremento/reducción) |                |         |         |
|---------------|--------------------|---------|-----------------------------|----------------|---------|---------|
|               |                    | 10,97%  | 11,09%                      | <b>11,22%</b>  | 11,34%  | 11,47%  |
| 2,5%          |                    | 230.704 | 226.819                     | 223.051        | 219.395 | 215.846 |
| 2,8%          |                    | 232.277 | 228.309                     | 224.463        | 220.733 | 217.115 |
| <b>3,0%</b>   |                    | 233.949 | 229.890                     | <b>225.960</b> | 222.151 | 218.459 |
| 3,3%          |                    | 235.728 | 231.573                     | 227.551        | 223.657 | 219.884 |
| 3,5%          |                    | 237.628 | 233.366                     | 229.245        | 225.258 | 221.399 |

| g (%) Crecim. | Equity |         | WACC (incremento/reducción) |                |         |         |
|---------------|--------|---------|-----------------------------|----------------|---------|---------|
|               |        | 11,0%   | 11,09%                      | 11,2%          | 11,3%   | 11,5%   |
| 2,5%          |        | 202.804 | 198.919                     | 195.151        | 191.495 | 187.946 |
| 2,8%          |        | 204.377 | 200.408                     | 196.562        | 192.833 | 189.215 |
| <b>3,0%</b>   |        | 206.048 | 201.990                     | <b>198.060</b> | 194.251 | 190.558 |
| 3,3%          |        | 207.828 | 203.673                     | 199.651        | 195.756 | 191.984 |
| 3,5%          |        | 209.727 | 205.466                     | 201.345        | 197.358 | 193.499 |

### Gamma/BSA

| g (%) Crecim. | EV (Ch\$ millones) |         | WACC (incremento/reducción) |                |         |         |
|---------------|--------------------|---------|-----------------------------|----------------|---------|---------|
|               |                    | 10,97%  | 11,09%                      | <b>11,22%</b>  | 11,34%  | 11,47%  |
| 2,5%          |                    | 169.379 | 166.366                     | 163.444        | 160.609 | 157.858 |
| 2,8%          |                    | 170.733 | 167.650                     | 164.663        | 161.767 | 158.958 |
| <b>3,0%</b>   |                    | 172.172 | 169.015                     | <b>165.957</b> | 162.994 | 160.123 |
| 3,3%          |                    | 173.705 | 170.466                     | 167.331        | 164.297 | 161.358 |
| 3,5%          |                    | 175.340 | 172.012                     | 168.795        | 165.683 | 162.672 |

| g (%) Crecim. | Equity |         | WACC (incremento/reducción) |               |        |        |
|---------------|--------|---------|-----------------------------|---------------|--------|--------|
|               |        | 10,97%  | 11,09%                      | <b>11,22%</b> | 11,34% | 11,47% |
| 2,5%          |        | 97.304  | 94.290                      | 91.368        | 88.534 | 85.783 |
| 2,8%          |        | 98.658  | 95.575                      | 92.588        | 89.691 | 86.882 |
| <b>3,0%</b>   |        | 100.097 | 96.939                      | <b>93.881</b> | 90.919 | 88.047 |
| 3,3%          |        | 101.630 | 98.390                      | 95.256        | 92.222 | 89.283 |
| 3,5%          |        | 103.265 | 99.937                      | 96.720        | 93.608 | 90.596 |

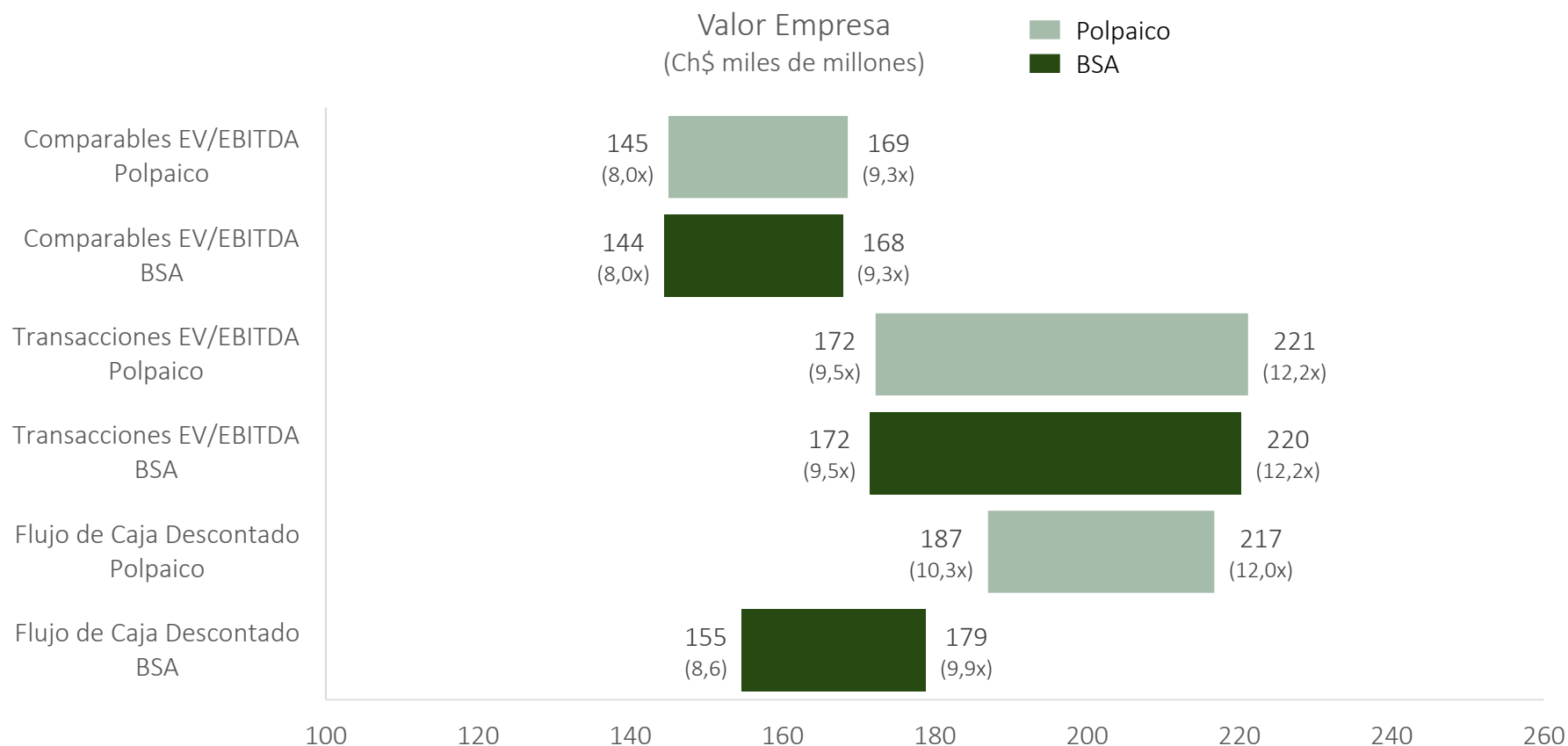
#### Notas:

1. EV corresponde a valor empresa, equivalente al valor económico del 100% de los activos calculado como el valor presente de los flujos de caja libres. Equity corresponde al valor económico del 100% de las acciones calculado como EV menos deuda financiera neta de caja y equivalentes.
2. Equity de Gamma corresponde a EV de BSA menos deuda financiera neta consolidada de Gamma más valor de activos prescindibles de Gamma.
3. Cálculo de valor equity de Polpaico considera dividendo a pagar con cargo a utilidad del ejercicio 2019.

# Comparativo valoraciones

Polpaico - BSA

- En el siguiente gráfico se pueden observar los rangos de valor obtenidos por Polpaico y BSA en base a EBITDA 2021 de acuerdo con: (i) los Múltiplos de Cotización de compañías comparables listadas en bolsa (rango dado por el múltiplo EV/EBITDA promedio y máximo de las compañías seleccionadas), (ii) los Múltiplos de Transacciones de compañías comparables (rango dado por el múltiplo EV/EBITDA promedio y máximo de las transacciones seleccionadas ) y (iii) el valor según el Flujo de Caja Libre Descontado (rango dado utilizando una variación de +/- 0,5% en la tasa de descuento).



## 4. Términos para la Transacción

# Términos para la Transacción

- En base a la información provista, Landmark realizó una evaluación económica de las Compañías cuyos supuestos fueron revisados en conjunto con las respectivas administraciones.
- Como resultado de lo anterior, se obtiene el siguiente rango de relación de canje:

|                                     | Gamma                 |                       | Polpaico              |                       |
|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                                     | Mín.<br>WACC + 0,125% | Máx.<br>WACC – 0,125% | Mín.<br>WACC + 0,125% | Máx.<br>WACC – 0,125% |
| Patrimonio económico (CLP millones) | 90.919                | 96.939                | 194.251               | 201.990               |
| Número de acciones                  | 2.034.545             | 2.034.545             | 17.874.655            | 17.874.655            |
| Valor por acción (CLP/acción)       | 44.687                | 47.647                | 10.867                | 11.300                |

| Rango relación de canje             | Mín.   | Máx.   |
|-------------------------------------|--------|--------|
| Relación de canje                   | 4,384x | 3,955x |
| % accionistas Polpaico en fusionada | 66,71% | 68,96% |

# Precio por acción usado para cálculo de relación de canje máxima.

# Precio por acción usado para cálculo de relación de canje mínima.

- En base a las valoraciones de las Compañías se estimó un rango de relación de canje entre 4,384x y 3,955x nuevas acciones de Polpaico por cada acción de Gamma; Landmark considera que una fusión realizada con una relación de canje debajo de 4,384x, equivalente a una participación en la fusionada superior a 66,71%, sería beneficioso para los accionistas de Polpaico.

## 5. Anexos

# Múltiplos de compañías con cotización

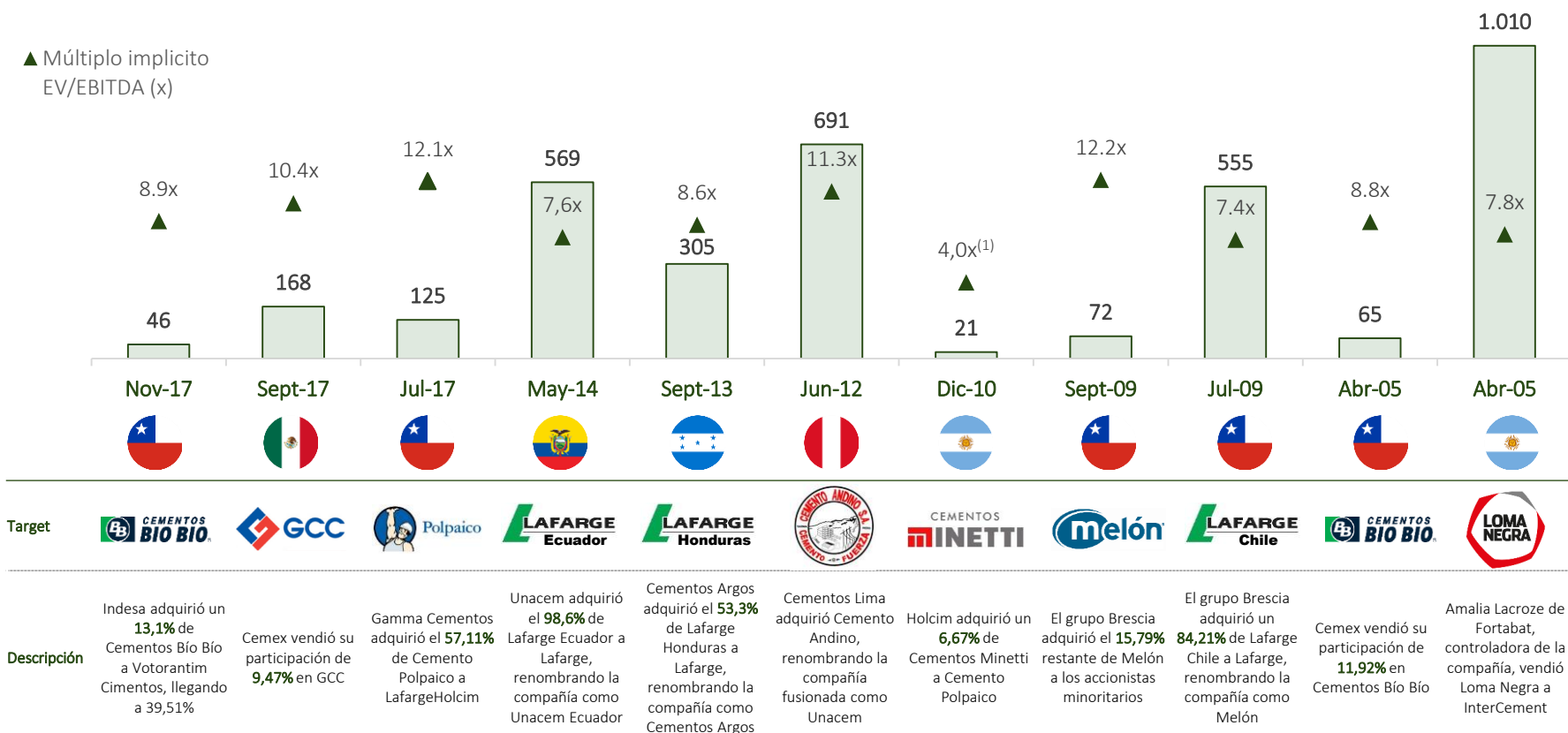
- Esta metodología es una aproximación al valor de las Compañías en base a los múltiplos que cotizan compañías similares listadas.

| Compañía           | País      | EV     | Mkt. Cap | Deuda<br>neta | Ventas |        | EBITDA |       | Margen EBITDA |       | EV/Ventas |       | EV/EBITDA |       |
|--------------------|-----------|--------|----------|---------------|--------|--------|--------|-------|---------------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
|                    |           |        | 6-mar.   |               | 2019   | 2020E  | 2019   | 2020E | 2019          | 2020E | 2019      | 2020E | 2019      | 2020E |
| Melón              | Chile     | 312    | 281      | 32            | 0      | -      | 0      | -     | n.a.          | n.a.  | n.a.      | n.a.  | n.a.      | n.a.  |
| Cemento Polpaico   | Chile     | 212    | 178      | 37            | 236    | -      | 23     | -     | 9,7%          | n.a.  | 0,9x      | n.a.  | 9,3x      | n.a.  |
| Cementos Bío Bío   | Chile     | 373    | 254      | 130           | 0      | -      | 0      | -     | n.a.          | n.a.  | n.a.      | n.a.  | n.a.      | n.a.  |
| Holcim Argentina   | Argentina | 431    | 454      | (24)          | 0      | 354    | 0      | 74    | n.a.          | 20,9% | n.a.      | 1,2x  | n.a.      | 5,8x  |
| Loma Negra         | Argentina | 894    | 693      | 165           | 0      | 737    | 0      | 220   | n.a.          | 29,8% | n.a.      | 1,2x  | n.a.      | 4,1x  |
| Unacem             | Peru      | 2.279  | 1.041    | 1.202         | 0      | 1.219  | 364    | 330   | n.a.          | 27,1% | n.a.      | 1,9x  | 6,3x      | 6,9x  |
| Cementos Pacasmayo | Peru      | 1.062  | 760      | 312           | 420    | 430    | 121    | 130   | 28,7%         | 30,2% | 2,5x      | 2,5x  | 8,8x      | 8,2x  |
| Cementos Argos     | Colombia  | 4.317  | 1.941    | 2.250         | 2.857  | 2.817  | 535    | 530   | 18,7%         | 18,8% | 1,5x      | 1,5x  | 8,1x      | 8,1x  |
| Cemex Colombia     | Colombia  | 1.249  | 544      | 735           | 989    | 1.024  | 181    | 212   | 18,3%         | 20,6% | 1,3x      | 1,2x  | 6,9x      | 5,9x  |
| Cemex              | Mexico    | 17.355 | 5.136    | 11.037        | 13.130 | 13.800 | 2.070  | 2.513 | 15,8%         | 18,2% | 1,3x      | 1,3x  | 8,4x      | 6,9x  |
| GCC                | Mexico    | 2.070  | 1.737    | 341           | 934    | 962    | 285    | 304   | 30,5%         | 31,6% | 2,2x      | 2,2x  | 7,3x      | 6,8x  |
| Moctezuma          | Mexico    | 2.531  | 2.632    | (105)         | 678    | 0      | 288    | 0     | 42,5%         | n.a.  | 3,7x      | n.a.  | 8,8x      | n.a.  |

Fuente: CIQ. Cifras convertidas a dólares a tipo de cambio histórico.

|          | EV/Ventas |       | EV/EBITDA |       |
|----------|-----------|-------|-----------|-------|
|          | 2019      | 2020E | 2019      | 2020E |
| Promedio | 1,9x      | 1,6x  | 8,0x      | 6,6x  |
| Mediana  | 1,5x      | 1,4x  | 8,2x      | 6,9x  |

# Múltiplos de transacciones comparables



El múltiplo implícito EV/EBITDA promedio de transacciones en la región es 9,5x

# Metodología WACC (modelo CAPM)

