

Mazars - Tax & Legal Services



Análisis de la venta por CTI S.A., y su filial Central de Servicios Técnicos Limitada, de sus participaciones en Frimetal S.A. a sus sociedades relacionadas AB Electrolux y AB Volta, respectivamente, en el marco del artículo 147 de la Ley de Sociedades Anónimas

2 de enero de 2018

Abreviaturas

Se detallan a continuación las abreviaturas utilizadas en el presente estudio:

Detalle	Abreviatura
Mazars Auditores Consultores Ltda.	Mazars
CTI S.A.	CTI o la Sociedad
AB Electrolux	Electrolux o la Matriz
Frimetal S.A.	Frimetal
Central de Servicios Técnicos Limitada	CST
Ley de Sociedades Anónimas	LSA
Superintendencia de Valores y Seguros de Chile	SVS
Fábrica de Enlozado S.A.	FENSA
Manufactura de Metales S.A.	MADEMSA
Flujo de caja descontados (Discounted Cash Flow)	DCF
Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones	EBITDA
Inversiones en bienes de capital	CAPEX
Costo medio ponderado de capital	WACC
Capital asset pricing model	CAPM
FMI	Fondo Monetario Internacional

Santiago, 2 de enero de 2018

Señores
Miembros del Directorio
CTI S.A.
Santiago de Chile
Presente

De nuestra consideración:

De acuerdo con los términos de nuestra propuesta de servicios de fecha 14 de diciembre de 2017, a continuación presentamos las conclusiones del análisis que el Directorio de CTI S.A. (“**CTI**” o la “**Sociedad**”) nos encomendó. Este informe contiene nuestro análisis en calidad de evaluador independiente de la operación de venta por parte de CTI a AB Electrolux (“**Electrolux**” o la “**Matriz**”), sociedad domiciliada en Suecia y matriz del Grupo Electrolux, de su participación en la filial argentina Frimetal S.A. (“**Frimetal**”), y de la operación de venta por Central de Servicios Técnicos Limitada (“**CST**”), sociedad domiciliada en Chile y filial de CTI, a AB Volta, sociedad domiciliada en Suecia y perteneciente al mismo Grupo, de su participación en la misma sociedad Frimetal antes mencionada, en su conjunto y en adelante individualizadas como la “**Operación**”. Nuestro trabajo comprende una revisión de las condiciones, efectos y el potencial impacto para la Sociedad, de acuerdo a los requisitos establecidos en los artículos 146 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas de Chile (“**LSA**”).

El presente informe ha sido preparado a petición del Directorio de CTI y sobre la base de los supuestos proporcionados y validados por la administración de CTI, bajo el entendimiento que se trata de información fiable, completa y que no ha sido manipulada por quien la proporcionó. Tampoco se nos ha informado de hechos que pudieran ocurrir con posterioridad a la emisión de este informe, por lo que no nos hacemos responsables de cualquier cambio en las circunstancias que pudiese ocurrir con posterioridad a esta fecha. La información histórica contenida en este informe no ha sido verificada por Mazars, ni ha sido sometida a los procedimientos de una auditoría a los registros contables de CTI, CST ni de Frimetal. Por tanto, no asumimos responsabilidad por la veracidad o integridad de la información provista.

Este informe sólo puede ser publicado y dado a conocer en forma íntegra.

Atentamente,

Felipe Yáñez

Socio

MAZARS CHILE

Tabla de contenidos

- 1** **Objetivos y alcance de nuestro informe**
- 2** Antecedentes y descripción de la Operación
- 3** Efectos de la Operación
 - Análisis cualitativo
 - Análisis cuantitativo
- 4** Impacto de la Operación
- 5** Conclusiones
- 6** Anexos

1.- Objetivos y alcance de nuestro informe

En función de lo convenido con el Directorio de CTI, Mazars actúa como evaluador independiente para informar a los accionistas de CTI respecto a **las condiciones de la Operación, sus efectos y su potencial impacto para CTI**, en el marco de lo dispuesto en el Título XVI de la LSA (i.e. “De las Operaciones con Partes Relacionadas en las Sociedades Anónimas Abiertas y sus Filiales”).

De acuerdo a lo anterior, Mazars, en su calidad de asesor del Directorio de CTI, preparó el presente informe, el cual contiene, entre otros, los siguientes antecedentes:

- Una descripción de la Operación y condiciones
- Un análisis cuantitativo y cualitativo de los efectos de la Operación
- Una evaluación del impacto de la Operación para CTI, en cuanto a si contribuye al interés social de ésta

Hacemos presente que el análisis y las conclusiones de nuestro informe representan una opinión exclusiva de Mazars sobre la Operación y, por lo mismo, no constituye ni debe considerarse como una recomendación ni como una indicación dirigida al Directorio o a los accionistas de CTI sobre la manera de proceder frente a la Operación. Las decisiones que se tomen por el Directorio y/o los accionistas sobre esta materia serán de su exclusiva responsabilidad.

Hacemos expresa reserva que nuestro informe no tiene por objeto pronunciarse respecto al cumplimiento satisfactorio de otras exigencias corporativas, tributarias o regulatorias que no se encuentren expresamente comprendidas en nuestra propuesta de servicios aprobada por el Directorio de CTI.

Nuestro trabajo se basó, fundamentalmente, en información corporativa y financiera recibida de parte la administración de CTI, así como en información pública disponible sobre CTI, la cual se encuentra disponible en el sitio web de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (en adelante, “SVS”), así como en entrevistas y conferencias telefónicas sostenidas con la administración de CTI y Frimetal. Dicha información no fue verificada por Mazars bajo procedimientos de auditoría, por exceder el ámbito de nuestro encargo.

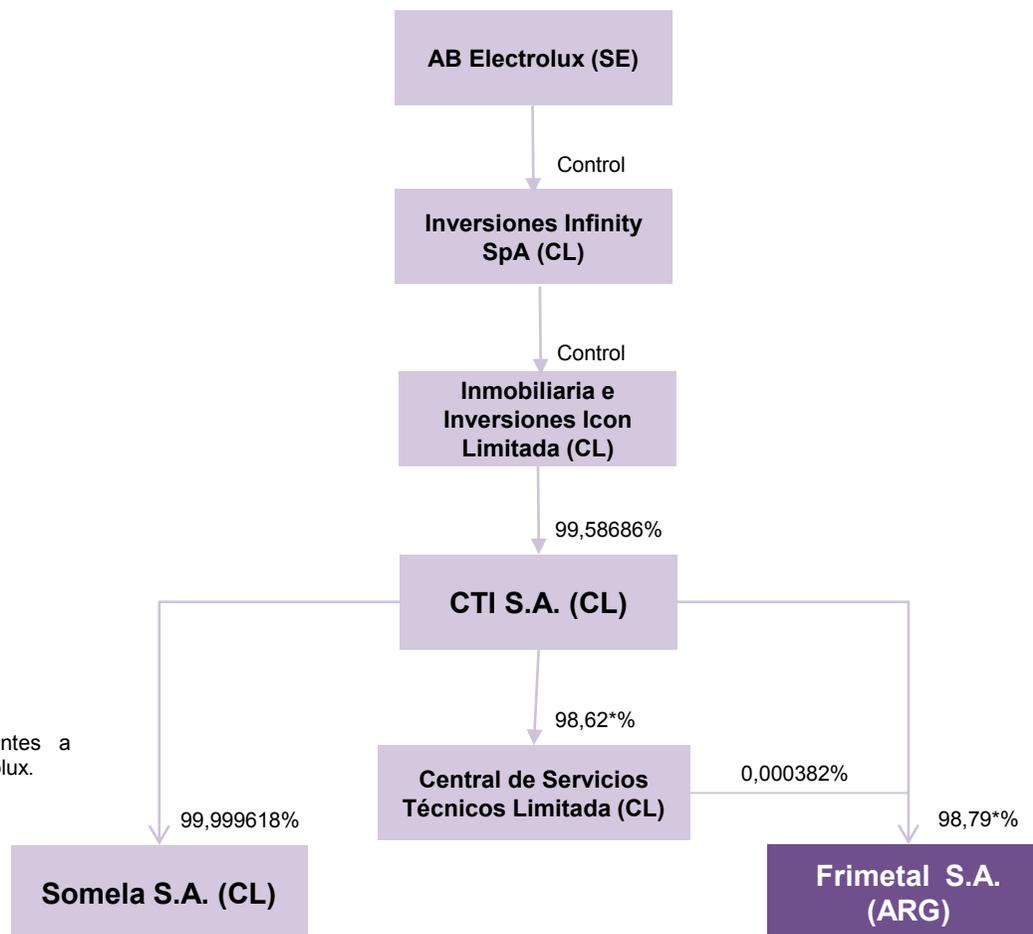
Tabla de contenidos

- 1 Objetivos y alcance de nuestro informe
- 2 Antecedentes y descripción de la Operación**
- 3 Efectos de la Operación
 - Análisis cualitativo
 - Análisis cuantitativo
- 4 Impacto de la Operación
- 5 Conclusiones
- 6 Anexos

2.- Antecedentes y descripción de la Operación (1/3)

a) Estructura y objeto de la Sociedad

CTI es la principal manufacturera de artefactos de línea blanca del país y una de las empresas más importantes del sector en la región. Se constituyó en el año 1905 y fue adquirida por el grupo sueco Electrolux en el año 2011. La actual estructura societaria de CTI y sus empresas relacionadas puede expresarse en el siguiente recuadro:



*Participaciones residuales pertenecientes a otra entidad relacionada a Grupo Electrolux.

SE: Suecia
CL: Chile
ARG: Argentina

2.- Antecedentes y descripción de la Operación (2/3)

a) Estructura y objeto de la Sociedad (cont.)

La sociedad fabrica refrigeradores, cocinas, lavadoras de ropa y estufas en sus plantas ubicadas en la comuna de Maipú. Asimismo, adquiere en el extranjero otros productos, tales como calefones, secadoras de ropa, campanas de cocina, freezers y lavavajillas. Ambos tipos de productos son comercializados en los mercados local y externo bajo marcas propias: Fensa y Mademsa, y también bajo marca Electrolux a sus empresas relacionadas de Colombia, Ecuador y Perú. Las exportaciones a terceros incluyen venta de las marcas no propias Challenger, Haceb y Magic Queen, además de la marca Electrolux.

Según consigna la memoria de la sociedad para el año 2016, la cantidad de artefactos producidos en sus plantas fue de 675.472 unidades y las unidades vendidas, incluidos los artefactos adquiridos a otros fabricantes nacionales y extranjeros fue de 1.232.817.

La filial argentina Frimetal tiene una participación relevante en el mercado trasandino, con su marca Gafa, produciendo y comercializando productos de línea blanca, alcanzando en el año 2016 una producción de 370.717 artefactos entre refrigeradores, freezers y lavadoras.

b) Antecedentes jurídicos de la Sociedad

La Sociedad se constituyó por escritura pública otorgada con fecha 27 de febrero de 1905, ante el Notario de Valparaíso, Sr. Enrique Gana, bajo la denominación de “Fábrica Nacional de Envases y Enlozados S.A.”, siendo su objeto la explotación de una fábrica de envases en la ciudad de Valparaíso. Fue declarada legalmente instalada por Decreto de Hacienda N° 2194, de fecha 22 de mayo del mismo año.

En Junta de Accionistas celebrada el 29 de febrero de 1940, se sustituyó el nombre de la Sociedad por el de “Fábrica de Enlozados S.A. FENSA”, trasladándose su domicilio a la ciudad de Santiago. Como consecuencia de la fusión de la Compañía con “Manufacturera de Metales S.A. MADEMSA”, su razón social fue reemplazada por la de “CTI Compañía Tecno Industrial S.A.”, reforma aprobada por Resolución N° 66 de la Superintendencia de Compañías de Seguros, Sociedades Anónimas y Bolsas de Comercio, con fecha 24 de febrero de 1975.

Con fecha 14 de octubre de 2011, CTI Compañía Tecno Industrial S.A. fue adquirida por el Grupo Electrolux, a través de su filial en Chile Magellan S.A., la cual toma control de la Sociedad con una participación de 97,79%. En Junta de Accionistas celebrada el 21 de marzo de 2012, fue acordado el reemplazo de la razón social de Magellan S.A. por el de “Electrolux de Chile S.A.” En Junta de Accionistas celebrada el 28 de junio de 2012, fue acordado el cambio de razón social de Electrolux de Chile S.A. por el de “CTI S.A.” En Junta de Accionistas celebrada el 14 de septiembre de 2012, fue acordada la fusión por incorporación de CTI Compañía Tecno Industrial S.A., en su sociedad matriz CTI S.A., siendo esta última la actual razón social de la Sociedad.

2.- Antecedentes y descripción de la Operación (3/3)

b) Antecedentes jurídicos de la Sociedad (cont.)

La última modificación fue acordada en la Junta Extraordinaria de Accionistas celebrada con fecha 26 de diciembre de 2016, cuya acta fue parcialmente reducida a escritura pública con fecha 11 de enero de 2017, otorgada ante el Notario de Santiago don Patricio Raby Benavente. Su actual inscripción en el Registro de Comercio del Conservador de Bienes Raíces de Santiago, rola a fojas 66954, N° 46473, del año 2012.

Según información obtenida de la SVS, CTI S.A. se encuentra registrado como “Emisor de Valores de Oferta Pública” con fecha 12 de agosto de 2013, bajo el registro número 1109.

De acuerdo a lo expresado en la memoria anual de la Sociedad para el año 2016, a partir del año 2012, no existe obligatoriedad para la Sociedad de constituir un Comité de Directores, conforme a lo dispuesto en el artículo 50 bis de la Ley de Sociedades Anónima.

c) Descripción de la Operación

De acuerdo a lo informado por la administración de CTI, el grupo Electrolux proyecta reorganizar la estructura de propiedad de la sociedad Frimetal, una sociedad anónima del Grupo constituida y domiciliada en Argentina, cuyos accionistas serían a la fecha dos sociedades domiciliadas en Chile: por una parte, CTI, con un 99,999618% de su propiedad y, por la otra, Central de Servicios Técnicos Limitada (CST), sociedad de responsabilidad limitada filial de CTI, con el porcentaje restante de su propiedad, que alcanza a 0,000382%.

Según la información suministrada por CTI, la reorganización se materializaría mediante dos operaciones de enajenación:

- (i) por un lado, la venta por CTI a la sociedad AB Electrolux (matriz del grupo) de la totalidad de su participación accionaria en Frimetal, la cual asciende a 55.994.547 acciones; y
- (ii) por otra parte, la venta por CST, filial de CTI, a la sociedad relacionada AB Volta de la totalidad de su participación en Frimetal, la cual asciende a 214 acciones.

Ambas sociedades compradoras se encuentran domiciliadas en Suecia. Las transacciones mencionadas anteriormente consideran como precio de venta la cantidad de USD 1,07153 (uno coma cero siete uno cinco tres Dólares de los Estados Unidos de América) por acción, a pagarse al contado, en la moneda antes expresada, contra la firma de los respectivos contratos de compraventa de acciones, íntegramente a la fecha de cierre de la Operación, la cual se proyecta ejecutar en el primer trimestre de 2018.

Tabla de contenidos

- 1 Objetivos y alcance de nuestro informe
- 2 Antecedentes y descripción de la Operación
- 3 Efectos de la Operación**
 - Análisis cualitativo
 - Análisis cuantitativo
- 4 Impacto de la Operación
- 5 Conclusiones
- 6 Anexos

3.- Efectos de la Operación

i) Análisis cualitativo (1/2)

a) Simplificación de la estructura corporativa de Grupo Electrolux

El Grupo Electrolux es una corporación multinacional de larga trayectoria, cuya matriz se encuentra domiciliada en Suecia. Dentro de las políticas internas del Grupo, con vigencia a nivel global, se contempla que todas las participaciones en filiales se efectúen y dependan directamente de la matriz sueca (sin perjuicio que en ciertos casos sea necesario tener dos o más accionistas por exigencias de tipo legal o regulatorio), incluso en aquellos casos en que existe más de una entidad operativa por país.

En ese contexto, la circunstancia que una filial domiciliada en Argentina- Frimetal S.A.- no dependa directamente de la matriz sueca, sino que de dos sociedades relacionadas y domiciliadas en Chile -CTI y CST- no fue el resultado de una definición del Grupo, sino que fue consecuencia indirecta de la adquisición por Electrolux de la participación mayoritaria en CTI durante el año 2011. En efecto, dentro de los activos que CTI poseía a la fecha de su adquisición por Electrolux, se encontraba la participación mayoritaria en la sociedad domiciliada en Argentina denominada Frimetal S.A., del mismo giro de CTI y del Grupo, la cual subsiste y opera normalmente en dicho país. A raíz de diversos motivos comerciales y legales, el Grupo decidió mantener temporalmente esta participación indirecta de la matriz sueca en el mercado argentino. Sin embargo, considerando la situación actual de la Sociedad y de su filial Frimetal (según se explica en los puntos siguientes de este análisis), la administración del Grupo Electrolux pretende implementar esta separación de sus negocios en Chile y Argentina, mediante la compra de sus participaciones en Frimetal. Esta operación resulta, pues, plenamente consistente con la política del Grupo a nivel internacional, en orden a simplificar la estructura de propiedad de las distintas filiales.

b) Disminución de factores de riesgo por entorno económico

Entre los principales factores de riesgo que afectan el desempeño de los negocios y la condición financiera de CTI se encuentran las fluctuaciones de la actividad económica en los mercados externos en que participa y la alta dependencia del nivel de ingreso de los consumidores y por tanto el consumo de artículos de línea blanca. Resulta particularmente relevante para la Sociedad el desempeño económico de Argentina, Perú, Ecuador, Colombia, Paraguay y Uruguay, principales destinos actuales de sus exportaciones.

En el caso particular de Argentina, los factores propios de las medidas económicas impuestas por el gobierno anterior (entre otras, las regulaciones en el mercado cambiario que afecta la brecha en la cotización de la moneda y la restricción de las importaciones), hicieron que la filial argentina Frimetal se concentrara en los últimos años en el mercado interno argentino. Las actuales medidas de apertura han implicado una mayor competencia interna, por el incremento de las importaciones, lo cual ha resentido la participación de Frimetal en dicho mercado.

3.- Efectos de la Operación

i) Análisis cualitativo (2/2)

b) Disminución de factores de riesgo por entorno económico (cont.)

Las actuales proyecciones indican que esta tendencia seguirá acentuándose en los ejercicios siguientes, lo cual hace prever una merma en los resultados de la compañía.

Sumado a los recientes cambios en la política de comercio exterior de Argentina, que impactaron negativamente la cuota de mercado de Frimetal, se debe destacar el riesgo inherente a la inestabilidad político-económica de dicho mercado y las bajas perspectivas de estabilidad futura.

Cabe señalar que la actual apertura a las importaciones de productos sustitutos a los de Frimetal implicó el ingreso de competidores de origen asiáticos, cuyas escalas de producción permiten ofrecer alternativas de muy bajo precio, representando una amenaza para la compañía.

c) Reducción de riesgos y de exposición a auditorías externas

Según consta en el informe anual del Grupo para el año 2016, cada una de las entidades que poseen plantas de fabricación fueron calificadas como de alto riesgo, como sucede en el caso de Frimetal. Como consecuencia de lo anterior, todas esas entidades están sujetas a procedimientos de auditoría interna. Por consiguiente, la venta de Frimetal permitirá reducir el riesgo asociado a CTI por las operaciones en Argentina y circunscribirlo a su actividad manufacturera en Chile. Lo anterior permitirá disminuir sus costos asociados a la evaluación y administración de dicho riesgo, como asimismo los costos asociados a soportar procedimientos de auditorías internas.

Tabla de contenidos

- 1 Objetivos y alcance de nuestro informe
- 2 Antecedentes y descripción de la Operación
- 3 Efectos de la Operación**
 - Análisis cualitativo
 - Análisis cuantitativo
- 4 Impacto de la Operación
- 5 Conclusiones
- 6 Anexos

3.- Análisis de la Operación

ii) Análisis cuantitativo (1/6)

a) Resultados decrecientes en Frimetal S.A. (período 2015 -2016)

Desde el punto de vista de la rentabilidad de la inversión en Frimetal, en el año 2016 sus resultados fueron considerablemente más bajos que el año inmediatamente anterior y las proyecciones comerciales indican que esta tendencia se mantendrá en los ejercicios siguientes. Lo anterior es consistente con la información entregada al mercado y al fiscalizador sectorial por medio de la memoria anual de CTI para el año 2016 (ver cuadro*). En este sentido, si el precio ofrecido por AB Electrolux reflejara una proyección más favorable que la antes descrita, la posibilidad de una venta resultaría más atractiva para CTI en el actual contexto comercial.

Resultado Ejercicio Frimetal S.A.	Resultado Ejercicio Frimetal S.A.
31-12-2015	31-12-2016
M CLP 19.325.185	M CLP 5.138.577

* **Fuente:** Nota 13 a los Estados Financieros Consolidados de CTI S.A., incluidos en Memoria Anual 2016.

b) Reducción de costes administrativos en CTI y alineación de costos y beneficios

Por otra parte, la venta de Frimetal permitirá que Chile deje de asumir determinados costes administrativos asociados al control de la filial argentina, así como reportes a la matriz del Grupo en Suecia. Dichos costos son asumidos en la actualidad por CTI, quien incurre en esfuerzos administrativos en el ejercicio de su rol de accionista de Frimetal. Sin embargo, conforme fuera anticipado, el Grupo tiene el objetivo de centralizar dicho control en Suecia, lo que asimismo permite garantizar una mejor comunicación así como una mayor coherencia de las estrategias de negocios y comerciales del Grupo.

Por consiguiente, la venta de Frimetal permitirá a CTI liberar el uso de recursos de su personal en tareas que son inherentemente propias de AB Electrolux y, al mismo tiempo, permitirá que tanto los costos de administración y de control de la sociedad argentina, así como los beneficios derivados de su propiedad, queden radicados directamente en la matriz del Grupo.

3.- Análisis de la Operación

ii) Análisis cuantitativo (2/6)

c) Reducción de endeudamiento y aumento de recursos para inversión y dividendos

En lo que respecta al financiamiento de las inversiones, la política de CTI está orientada a que ésta se efectúe con fondos generados internamente, toda vez que la situación económica y financiera de CTI le ha permitido cumplir con la política de dividendos, realizar las inversiones necesarias y mantener una relación deuda-capital históricamente baja.

Sin embargo, en el último ejercicio, según consigna la memoria para el año 2016, el nivel de endeudamiento aumentó significativamente. Por este motivo, la venta de Frimetal permitiría percibir recursos líquidos que revirtieran la tendencia mostrada en el último ejercicio y, al mismo tiempo, dotar de recursos suficientes para continuar cumpliendo con la política de dividendos y de inversiones de CTI. En particular, cabe destacar que esta última está orientada a la renovación de equipos y procesos y al desarrollo y diseño permanente de nuevos productos, lo cual resulta vital en un mercado altamente tecnologizado y competitivo como el propio de los electrodomésticos.

d) Bajo impacto tributario de la Operación en Chile

De acuerdo a la información proporcionada por la administración de CTI, el costo tributario de adquisición de la participación accionaria de CTI en Frimetal excedería el precio ofrecido por AB Electrolux, por lo que la venta no generaría una utilidad tributable en Chile y, por lo tanto, no implicaría un desembolso efectivo en materia de impuestos. Como resultado de lo anterior, la totalidad del precio (salvo la cantidad que deba eventualmente desembolsarse en Argentina por concepto de impuesto a las ganancias) quedará disponible a favor de CTI.

Como se señaló anteriormente, nuestro análisis no incluye una ponderación del impacto que podría causar una revisión de la autoridad tributaria sobre esta operación.

e) Impacto positivo para accionistas minoritarios

Como resultado de lo anterior, no se aprecia bajo ningún respecto que la Operación analizada pudiera causar algún perjuicio a los accionistas minoritarios de CTI. Al contrario, la posibilidad de realizar en la actualidad dicha venta resultaría en un beneficio adicional para tales accionistas, en la medida que CTI arrojará una mayor utilidad como resultado de esta operación y dispondrá de fondos suficientes para pagar mayores dividendos a los accionistas.

3.- Análisis de la Operación

ii) Análisis cuantitativo (3/6)

f) Estimación valor de mercado Frimetal

La estimación del valor de mercado del patrimonio de Frimetal al 30 de noviembre de 2017, fue efectuada mediante el método de flujos de caja descontados (DCF). Cabe mencionar que la información financiera utilizada en el análisis fue proporcionada por la gerencia de Frimetal.

A continuación se realiza una descripción del proceso llevado a cabo:

1. El flujo de caja libre fue estimado a partir de la información financiera de ingresos, EBITDA, CAPEX y depreciaciones proporcionada por la Compañía;
2. La tasa impositiva considerada para cada período fue de 35%;
3. El crecimiento anual de los ingresos ha sido proporcionado por la Compañía y se basa en el nivel de ventas esperado en cada línea de negocio, considerando las expectativas de la industria;
4. La tasa de descuento utilizada para los flujos de caja proyectados se estimó en base a la tasa de descuento del costo promedio ponderado del capital o tasa WACC (Weighted Average Cost of Capital) calculada de la siguiente manera:
 - Se realizó una búsqueda de empresas comparables en la base de datos Bloomberg, enfocada en la industria manufacturera de artefactos de refrigeración y electrodomésticos de línea blanca.

Información utilizada	Escenario 1	Escenario 2
Tasa libre de riesgo ARS	28,18%	28,18%

Beta desapalancado	0,60	0,60
Ratio D/E	Media industria	Frimetal
Tasa impositiva	35,00%	35,00%
Beta apalancada	0,66	0,60
Prima de riesgo	6,37%	6,37%
Prima por tamaño mercado	3,04%	3,04%
Costo de capital	35,42%	35,03%

Tasa libre de riesgo	28,18%	28,18%
Spread crediticio	4,41%	4,41%
Costo de la deuda antes de impuestos	32,59%	32,59%
Tasa impositiva	35,00%	35,00%

WACC Nominal ARS	33,50%	35,00%
-------------------------	---------------	---------------

3.- Análisis de la Operación

ii) Análisis cuantitativo (4/6)

f) Estimación valor de mercado Frimetal (cont.)

- En base al modelo CAPM (*capital asset pricing model*) fue determinado un rango de WACC considerando los siguientes parámetros:
 - ✓ Tasa libre de riesgo = tasa de retorno disponible en el mercado para una inversión libre de riesgo crediticio (fuente: Bloomberg);
 - ✓ β = Beta es la medida de riesgo sistémico, que representa la covarianza entre el retorno esperado de una inversión en acciones y la varianza de la tasa de retorno del mercado. El beta seleccionado, se estimó comparando los retornos de las compañías seleccionadas como comparables, con el retorno del índice más representativo de cada país en que estuvieran las comparables (fuente: Bloomberg);
 - ✓ La prima de riesgo de capital accionario representa el rendimiento adicional que el mercado en su conjunto ha tenido históricamente sobre la tasa libre de riesgo como compensación por el riesgo de mercado. (fuente: Bloomberg);
 - ✓ Adicionalmente se consideró dentro del costo del patrimonio una prima por riesgo país (fuente: Bloomberg) y un ajuste por size premium (fuente: 2015 SBBI Valuation Edition Yearbook);
 - ✓ Para estimar el costo de la deuda se consideró la mediana del costo de la deuda individual de cada compañía comparable, adicionándole una prima por riesgo país (fuente: Bloomberg);
- ✓ Con respecto a la estructura de financiamiento, se consideraron dos escenarios:
 - a) estructura D/E de las comparables (mediana año 2017)
 - b) estructura de capital de Frimetal a noviembre 2017
- 5. A continuación, se procedió a descontar los flujos futuros estimados utilizando el rango de tasas WACC calculado previamente;
- 6. Conforme a las entrevistas mantenidas con la gerencia y las expectativas del Grupo respecto a la evolución de la industria, hemos considerado que Frimetal continuará operando en el futuro más allá de los flujos estimados, por lo que el análisis contempla una perpetuidad ajustada por una tasa de crecimiento a largo plazo calculada en base a estimaciones del FMI;
- 7. Finalmente se sumaron los flujos descontados y se obtuvo el valor de la empresa (EV) al 30 noviembre 2017.

3.- Análisis de la Operación

ii) Análisis cuantitativo (5/6)

f) Estimación valor de mercado Frimetal (cont.)

Las tablas a continuación exponen los valores por acción obtenidos en cada escenario:

ESCENARIO 1

Tasa de descuento	33,50%	
Crecimiento a largo plazo	8,60%	
	M ARS	M USD*
EV	277.045	16.014
Número de acciones	55.994.547	55.994.547
Precio por acción	4,95	0,286

ESCENARIO 2

Tasa de descuento	35,00%	
Crecimiento a largo plazo	6,60%	
	M ARS	M USD*
EV	247.721	14.319
Número de acciones	55.994.547	55.994.547
Precio por acción	4,42	0,255

A continuación se expone un análisis de sensibilidad respecto de la tasa WACC.

Valor Compañía M USD		WACC			
		32,20%	33,50%	33,60%	35,00%
Crecimiento largo plazo	6,60%	16.433	15.391	15.316	14.319
	7,60%	16.781	15.691	15.612	14.573
	8,60%	17.158	16.014	15.931	14.845
	9,60%	17.569	16.365	16.278	15.139
	10,60%	18.017	16.746	16.654	15.457

* Tipo de cambio ARS/USD 17,30, al 30 de noviembre 2017.

3.- Análisis de la Operación

ii) Análisis cuantitativo (6/6)

f) Estimación valor de mercado Frimetal (cont.)

En base a los criterios mencionados y los escenarios evaluados, se obtuvieron los siguientes precios por acción en UDS:

	Valor Mínimo	Valor Esperado	Valor Máximo	Oferta de compra AB Electrolux / AB Volta
Valor Compañía (M USD)	14.319	16.014	18.017	60.000
Precio por Acción (USD)	0,25572	0,28599	0,32177	1,07153

Como es posible observar, el precio por acción en USD establecido en la oferta de compra por parte de AB Electrolux / AB Volta resulta, en todas las circunstancias, mayor al precio por acción en USD obtenido mediante la valoración de DCF considerando, tanto diferentes tasas de crecimiento esperado a largo plazo como diferentes estructuras de financiamiento.

Tabla de contenidos

- 1 Objetivos y alcance de nuestro informe
- 2 Antecedentes y descripción de la Operación
- 3 Efectos de la Operación
 - Análisis cualitativo
 - Análisis cuantitativo
- 4 Impacto de la Operación**
- 5 Conclusiones
- 6 Anexos

4.- Impacto de la Operación (1/2)

Bajo este punto analizamos el impacto de la Operación, en cuanto a si ésta contribuye al interés social de CTI, para lo cual nos referimos –en primer término- a lo que debe entenderse bajo dicho concepto.

a) Marco teórico

El interés social es un concepto subyacente en el Derecho societario chileno, cuyo mayor desarrollo doctrinal y jurisprudencial se ha producido bajo el marco de la ley de sociedades anónima (“**LSA**”, Ley 18.046).

La LSA no contiene una definición expresa del concepto de “interés social”, sin embargo, tanto la doctrina chilena como comparada han esbozado dos grandes aproximaciones a dicho concepto.

Por una parte, la llamada teoría institucionalista, que define a la sociedad anónima como un núcleo en torno al cual giran variados y diversos intereses, entre los cuales figura –como uno más – el interés de los accionistas. Bajo esta concepción, la sociedad posee una función pública al interior de la economía, como un medio por el cual se desarrolla la actividad productiva del país. Como consecuencia de lo anterior, el “interés social” no se identificaría solamente con el interés de los accionistas, sino que incluiría también el propio de otros actores externos a la sociedad (i.e. stakeholders), llegando en algunos casos a supeditarse dicho interés a la función pública que le correspondería cumplir a la sociedad.

Por otra parte, la visión contractualista del interés social, que define a la sociedad anónima como una institución jurídica de Derecho privado y, por consiguiente, conforme a esta teoría, el “interés social” se refiere sólo al interés de los socios o accionistas de la sociedad, excluyendo intereses de terceras partes, tales como acreedores o incluso el de los accionistas minoritarios. Al contrario, en opinión de esta teoría, dichos intereses estarían cubiertos por normas de orden público.

4.- Impacto de la Operación (2/2)

a) Marco teórico (cont.)

Como consecuencia de lo anterior, se ha concebido al interés social como “aquel interés común de los socios en su calidad de tales”. Por lo tanto, el interés social debe propender siempre al fin último de la sociedad (causa del contrato), que no es otro que lograr la maximización de sus utilidades por medio de la actividad societaria. Puede decirse que éste es el mínimo común denominador que une a los socios o accionistas desde la constitución de la sociedad hasta su disolución. Así, el concepto de interés social se torna un concepto objetivo, en la medida que un hecho contribuirá al interés social cuando aquél genere un beneficio para el patrimonio de la sociedad; y por el contrario, dicho interés se verá perjudicado cuando hay un perjuicio para el patrimonio de la sociedad.

b) Derecho chileno

Nuestro ordenamiento jurídico se inclina por la teoría contractualista del interés social, en tanto éste necesariamente dice relación con el interés de los socios o accionistas, con exclusión de terceros, por legítimos que puedan ser sus intereses. No obstante lo anterior, es también evidente que, dentro de una misma compañía, pueden confluir múltiples intereses entre sus accionistas, los cuales – supuesta su licitud - se encuentran también amparados en la LSA por distintas vías y a distintos niveles (i.e. regulación de Directorio, Juntas, derechos de accionistas, etc.).

Siguiendo este punto de vista, el interés social consiste en un concepto objetivo, vinculado directamente con la causa del contrato (i.e. “poner algo en común con la mira de repartir entre sí los beneficios que de ello provengan”, en los términos del artículo 2053 del Código Civil). Siendo éste el fin común – al cual debiera aspirar un socio o accionista medianamente razonable- tal objetivo debe ser respetado por cualquier accionista, aún en desmedro de sus legítimas aspiraciones, analizadas individualmente.

c) Conclusión

Por tanto, a la luz de lo expuesto, estimamos que la ejecución de la Operación analizada no contraviene en caso alguno el interés social de CTI. Por el contrario, su materialización contribuiría directamente a la consecución del mismo, en la medida que las condiciones económicas de la Operación permitirán satisfacer la finalidad objetiva de la sociedad anónima, cual es la maximización de sus utilidades, lo que corresponde ciertamente a una finalidad que todo accionista –mayoritario o minoritario- razonablemente debiera compartir.

Tabla de contenidos

- 1 Objetivos y alcance de nuestro informe
- 2 Antecedentes y descripción de la Operación
- 3 Efectos de la Operación
 - Análisis cualitativo
 - Análisis cuantitativo
- 4 Impacto de la Operación
- 5 Conclusiones**
- 6 Anexos

5.- Conclusiones

La operación de venta de la participación accionaria de CTI y de CST en la sociedad argentina Frimetal es consistente con la política corporativa del Grupo Electrolux, la cual ha optado históricamente por mantener una participación directa en la propiedad y administración de sus filiales operativas extranjeras. Dicha circunstancia, en el caso de Frimetal, no se había materializado a la fecha por razones históricas, pues la estructura corporativa de CTI había sido heredada de los anteriores controladores de la Sociedad. Así pues, cuando CTI fue adquirida por el Grupo Electrolux en el año 2011, se decidió mantener temporalmente la propiedad de Frimetal en manos de CTI. Por este motivo, la Operación analizada viene, en primer lugar, a regularizar esta situación y aplicar a Frimetal las mismas políticas que se observan respecto de las filiales operativas existentes en la región.

Dentro de los antecedentes tenidos a la vista no se divisa que la Operación pudiera generar algún impacto negativo para la Sociedad ni para sus accionistas, sino que – por el contrario- es posible identificar una serie de impactos positivos derivados de la ejecución de la Operación:

- Simplificación de la estructura corporativa del Grupo Electrolux;
- Disminución de factor de riesgo derivado de la coyuntura económica argentina;
- Reducción de riesgo y de exposición a auditorías internas;
- Coyuntura favorable al cierre de la Operación (i.e. proyección comercial decreciente);
- Reducción de costes administrativos para CTI y alineamiento de costos e ingresos;
- Reducción de endeudamiento y mayores recursos para inversión y dividendos; y
- Bajo impacto tributario de la Operación en Chile.

En síntesis, en nuestra calidad de evaluador independiente, estimamos que los antecedentes tenidos a la vista nos permiten concluir que la Operación satisface razonablemente los parámetros requeridos por la LSA, considerando la naturaleza de la Operación, sus términos y condiciones, así como las circunstancias de su celebración, todas las cuales tienden a contribuir al interés social de la Sociedad y sus accionistas.

Tabla de contenidos

- 1 Objetivos y alcance de nuestro informe
- 2 Antecedentes y descripción de la Operación
- 3 Efectos de la Operación
 - Análisis cualitativo
 - Análisis cuantitativo
- 4 Impacto de la Operación
- 5 Conclusiones
- 6 Anexos**

Anexo 6.1 – Composición accionaria CTI S.A.

12 principales accionistas (29-12-17)

Nombre /Razón Social	Nro.Acciones	% Propiedad
INMOBILIARIA E INVERSIONES ICON LIMITADA	295.407.637	99,58686
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	560.927	0,189098
BANCHILE C DE B S A	38.222	0,012885
ODETTE OHACO BOLLMANN	34.480	0,011624
AB VOLTA	32.532	0,010967
SUC AMENABAR PRIETO MARIA LUISA	25.584	0,008625
DRESDNER BANK LATEINAMERICA A	22.419	0,007558
SOC DE INVERSIONES JUNASA LIMITADA	19.555	0,006592
MIGUEL ALMONACID ORTIZ	16.506	0,005564
INMOBILIARIA E INVERSIONES SICSA S A	14.723	0,004963
SANTANDER S A C DE B	13.239	0,004463
PEDRO CUNEO CUNEO	11.584	0,003905

Información proporcionada por la Gerencia de CTI a fecha 29-12-17

Anexo 6.2 – Artículo 147 – Ley de Sociedades Anónimas (1/2)

Una sociedad anónima abierta sólo podrá celebrar operaciones con partes relacionadas cuando tengan por objeto contribuir al interés social, se ajusten en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado al tiempo de su aprobación, y cumplan con los requisitos y procedimientos que se señalan a continuación:

- 1) Los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o liquidadores que tengan interés o participen en negociaciones conducentes a la realización de una operación con partes relacionadas de la sociedad anónima, deberán informar inmediatamente de ello al directorio o a quien éste designe. Quienes incumplan esta obligación serán solidariamente responsables de los perjuicios que la operación ocasionare a la sociedad y sus accionistas.
- 2) Antes que la sociedad otorgue su consentimiento a una operación con parte relacionada, ésta deberá ser aprobada por la mayoría absoluta de los miembros del directorio, con exclusión de los directores o liquidadores involucrados, quienes no obstante deberán hacer público su parecer respecto de la operación si son requeridos por el directorio, debiendo dejarse constancia en el acta de su opinión. Asimismo, deberá dejarse constancia de los fundamentos de la decisión y las razones por las cuales se excluyeron a tales directores.
- 3) Los acuerdos adoptados por el directorio para aprobar una operación con una parte relacionada serán dados a conocer en la próxima junta de accionistas, debiendo hacerse mención de los directores que la aprobaron. De esta materia se hará indicación expresa en la citación a la correspondiente junta de accionistas.
- 4) En caso que la mayoría absoluta de los miembros del directorio deba abstenerse en la votación destinada a resolver la operación, ésta sólo podrá llevarse a cabo si es aprobada por la unanimidad de los miembros del directorio no involucrados o, en su defecto, si es aprobada en junta extraordinaria de accionistas con el acuerdo de dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto.
- 5) Si se convocase a junta extraordinaria de accionistas para aprobar la operación, el directorio designará al menos un evaluador independiente para informar a los accionistas respecto de las condiciones de la operación, sus efectos y su potencial impacto para la sociedad. En su informe, los evaluadores independientes deberán también pronunciarse acerca de los puntos que el comité de directores, en su caso, haya solicitado expresamente que sean evaluados. El comité de directores de la sociedad o, si la sociedad no contare con éste, los directores no involucrados, podrán designar un evaluador independiente adicional, en caso que no estuvieren de acuerdo con la selección efectuada por el directorio.

Los informes de los evaluadores independientes serán puestos por el directorio a disposición de los accionistas al día hábil siguiente de recibidos por la sociedad, en las oficinas sociales y en el sitio en Internet de la sociedad, de contar la sociedad con tales medios, por un plazo mínimo de 15 días hábiles contado desde la fecha en que se recibió el último de esos informes, debiendo comunicar la sociedad tal situación a los accionistas mediante hecho esencial.

Los directores deberán pronunciarse respecto de la conveniencia de la operación para el interés social, dentro de los 5 días hábiles siguientes desde la fecha en que se recibió el último de los informes de los evaluadores.

Anexo 6.2 – Artículo 147 – Ley de Sociedades Anónimas (2/2)

6) Cuando los directores de la sociedad deban pronunciarse respecto de operaciones de este Título, deberán explicitar la relación que tuvieren con la contraparte de la operación o el interés que en ella tengan. Deberán también hacerse cargo de la conveniencia de la operación para el interés social, de los reparos u objeciones que hubiese expresado el comité de directores, en su caso, así como de las conclusiones de los informes de los evaluadores o peritos. Estas opiniones de los directores deberán ser puestas a disposición de los accionistas al día siguiente de recibidos por la sociedad, en las oficinas sociales así como en el sitio en Internet de las sociedades que cuenten con tales medios, y dicha situación deberá ser informada por la sociedad mediante hecho esencial.

7) Sin perjuicio de las sanciones que correspondan, la infracción a este artículo no afectará la validez de la operación, pero otorgará a la sociedad o a los accionistas el derecho de demandar, de la persona relacionada infractora, el reembolso en beneficio de la sociedad de una suma equivalente a los beneficios que la operación hubiera reportado a la contraparte relacionada, además de la indemnización de los daños correspondientes. En este caso, corresponderá a la parte demandada probar que la operación se ajustó a lo señalado en este artículo.

No obstante lo dispuesto en los números anteriores, las siguientes operaciones con partes relacionadas podrán ejecutarse sin los requisitos y procedimientos establecidos en los números anteriores, previa autorización del directorio:

a) Aquellas operaciones que no sean de monto relevante. Para estos efectos, se entiende que es de monto relevante todo acto o contrato que supere el 1% del patrimonio social, siempre que dicho acto o contrato exceda el equivalente a 2.000 unidades de fomento y, en todo caso, cuando sea superior a 20.000 unidades de fomento. Se presume que constituyen una sola operación todas aquellas que se perfeccionen en un periodo de 12 meses consecutivos por medio de uno o más actos similares o complementarios, en los que exista identidad de partes, incluidas las personas relacionadas, u objeto.

b) Aquellas operaciones que, conforme a políticas generales de habitualidad, determinadas por el directorio de la sociedad, sean ordinarias en consideración al giro social. En este último caso, el acuerdo que establezca dichas políticas o su modificación será informado como hecho esencial y puesto a disposición de los accionistas en las oficinas sociales y en el sitio en Internet de las sociedades que cuenten con tales medios, sin perjuicio de informar las operaciones como hecho esencial cuando corresponda.

c) Aquellas operaciones entre personas jurídicas en las cuales la sociedad posea, directa o indirectamente, al menos un 95% de la propiedad de la contraparte.

Anexo 6.3 – Hecho esencial informado a SVS vinculado a la Operación

Fecha: 14 de diciembre de 2017

Compañía: CTI S.A.

Asunto: Entrega detalles de operación de venta de participación en Frimetal S.A.

Contenido:

Se ha recibido por parte de AB Electrolux, sociedad matriz del Grupo Electrolux, una oferta de compra por las 55.994.547 acciones que posee CTI S.A. en su filial argentina Frimetal S.A.

Se ha recibido por parte de AB Volta, sociedad sueca perteneciente a Grupo Electrolux, una oferta de compra por las 214 acciones que Central de Servicios Técnicos Limitada, filial de CTI S.A., posee en Frimetal S.A.

Las ofertas anteriores consideran como precio de compra la cantidad de USD 1,07153 (uno coma cero siete uno cinco tres Dólares de los Estados Unidos de América) por acción, a pagarse al contado, en la moneda antes expresada, contra la firma de los respectivos contratos de compraventa de acciones.

La operación expuesta corresponde a una operación entre partes relacionadas, en los términos de lo dispuesto en el Título XVI de la LSA.

En sesión de directorio de 13/12/2017, todos los directores de CTI S.A. declararon estar involucrados en la operación, al haber sido elegidos con votos del controlador. En razón de lo anterior, y en conformidad a lo dispuesto en el artículo 147, n°5 de la LSA, se acordó por la unanimidad de los directores asistentes la designación de Mazars Auditores Consultores Limitada como evaluador independiente para informar a los accionistas respecto de las condiciones de la operación, sus efectos y potencial impacto para CTI S.A.

CONTACTO

Felipe Yáñez

Socio – Mazars Chile

felipe.yanez@mazars.cl

www.mazars.cl