

---

**Anexo VII – Resumen ejecutivo de informes de valuación económica de Principal  
Institucional Chile S.A. y Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.  
preparado por PwC Chile**

---



Transaction Services

# *Principal Institutional Chile S.A.*

## Informe de valorización económica de Principal Institutional Chile y AFP Cuprum

*Estrictamente  
privado y confidencial*

Septiembre 2014



**PMG**

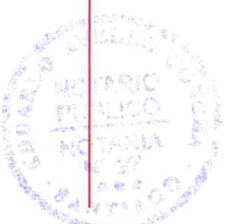


## ***Mensaje Importante para toda persona no autorizada que acceda a este Informe***

Toda persona a quien no haya sido dirigido este informe o que no haya firmado y entregado a PricewaterhouseCoopers una Carta de Acceso o de Asunción de Responsabilidades, no está autorizada a acceder al mismo.

En caso que alguna persona obtenga acceso y lea este informe, aceptará los siguientes términos:

1. El lector de este informe comprende que el trabajo efectuado por PricewaterhouseCoopers fue realizado siguiendo las instrucciones de nuestro cliente y para el beneficio y uso exclusivo del mismo.
2. El lector de este informe reconoce que el mismo fue preparado a pedido del cliente y puede no incluir todos los procedimientos que dicho lector considere necesarios.
3. El lector conviene que PricewaterhouseCoopers, sus socios, empleados y agentes no asumen ni aceptan ninguna responsabilidad con respecto a dicho informe, contractual o extrcontractual (incluidas, entre otras, negligencia e incumplimiento de sus obligaciones legales), y que no serán responsables de las pérdidas, daños o costos de cualquier naturaleza derivados del uso que el lector haga de este informe o como resultado de haber obtenido acceso al mismo. Asimismo, el lector se compromete a no mencionar dicho informe, ya sea parcialmente o en su totalidad, en ningún prospecto, certificado de inscripción, presentación pública, préstamo, otro contrato o documento, y a no divulgarlo sin el consentimiento previo por escrito de PricewaterhouseCoopers.



Fernando Orihuela B.  
Socio  
T: +(56-2) 29400017  
fernando.orihuela@cl.pwc.com

**Valuación Económica de Principal Institucional Chile y AFP Cuprum**

Santiago, 10 de septiembre de 2014



**PwC**

Principal Institucional Chile S.A.

Av. Apoquindo 3600  
Piso 10, Las Condes  
Santiago, Chile



Señores  
Presidente del Directorio y Accionistas  
Principal Institucional Chile S.A. y  
AFP Cuprum S.A.

Según los términos de nuestra propuesta de fecha 18 de Agosto de 2014, PricewaterhouseCoopers Chile (en adelante, "PwC") tiene el agrado de hacer llegar a ustedes el presente informe que contiene los resultados de la Valuación Económica de **Principal Institucional Chile S.A.**, (en adelante, "PIC"), y de **AFP Cuprum S.A.**, (en adelante "Cuprum").

De acuerdo con las condiciones establecidas en nuestra propuesta de servicios profesionales, el presente informe ha sido preparado para **Principal Institucional Chile**, con el objeto de ser utilizado por la administración superior para la determinación de la proporción de canje de acciones entre ambas sociedades, en caso de una eventual fusión y servir de respaldo en caso de ser requerido por la Superintendencia de Valores y Seguros.

Nuestro informe es confidencial y no debe ser entregado a terceras personas diferentes a las establecidas en nuestra propuesta, sin el consentimiento expreso de nuestra parte.

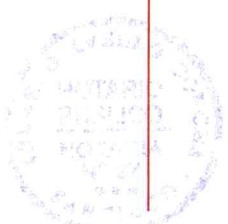
Sin otro particular, les saluda atentamente a ustedes,

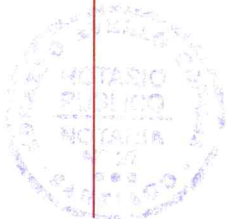
Fernando Orihuela B.  
Socio

**PricewaterhouseCoopers Chile**  
Av. Andrés Bello 2711, Piso 5, Las Condes,  
Santiago, Chile  
T: +56 (2) 940 0000

# Índice



<b>Sección</b>	<b>Información general</b>	<b>Pág.</b>
Antecedentes y Alcance de nuestras tareas		
1	Resumen Ejecutivo	3
2	Supuestos de Valorización de Cuprum	10
2.1	Supuestos generales	11
2.2	Supuestos operacionales	13
2.3	Antecedentes financieros	18
2.4	Proyecciones financieras	21
Apéndices		
1	Tasa de Descuento	26
2	Breve análisis histórico del mercado	28
3	Sensibilización del valor económico total	31
4	Metodología de Valuación	33
5	Glosario	36



# Sección 1

## *Resumen Ejecutivo*



## *1.1 Objetivos, procedimientos y limitaciones*

### **Objetivos**

El objetivo principal de nuestro trabajo es estimar el valor económico del patrimonio de PIC y Cuprum al 30 de junio de 2014 para determinar la proporción de canje de acciones ante una eventual fusión entre ambas sociedades.

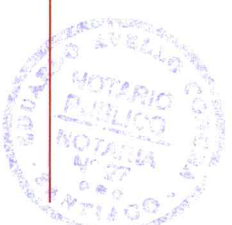
### **Procedimientos y metodologías**

Para la estimación del valor económico del patrimonio, se utilizó principalmente el método de flujos de caja descontados y como criterio complementario los múltiplos de mercado, ambos basados en criterios objetivos de aceptación generalizada y de uso habitual en nuestro mercado. Una descripción detallada de la metodología de los flujos de caja descontados se encuentra en el anexo 4.

Para estimar el valor económico del patrimonio de Cuprum, se utilizaron como base de referencia las proyecciones financieras proporcionadas por la Administración de PIC al 30 de junio de 2014 y que incluye: proyecciones de Estado de Resultados Integrales y Estado de Situación a 10 años (2014 a 2024) bajo IFRS y supuestos operacionales tales como la base de afiliados y cotizantes de la AFP, salario promedio, renta imponible anual, así como las comisiones de cargo del cliente por la gestión de sus fondos, entre otros factores.

Para la aplicación del método de flujos de caja descontados, se utilizó información antes indicada y sobre la cual se evaluaron distintos escenarios, ido aplicando diferentes supuestos (relacionados con las comisiones, el encaje, la rentabilidad de las inversiones, entre otros), para obtener unos flujos de caja en un horizonte de 10 años, más una perpetuidad (tomando como referencia el último flujo proyectado en 2024) descontados a una tasa de descuento relevante de mercado para negocios similares.

Adicionalmente, a partir de un análisis del balance general de Cuprum al 30 de junio de 2014 se identificaron dos ítems, propiedades de inversión y la participación en las empresas coligadas, los cuales por su naturaleza, se encuentran excluidos del modelo de proyección de flujos del negocio pero que igualmente generan valor a la Sociedad, por lo que fueron adicionados ya sea al valor presente de los flujos o a su valor de mercado.



## ***1.1 Objetivos, procedimientos y limitaciones (cont.)***

### **Procedimientos y metodologías (cont.)**

Para la estimación del valor económico de PIC, se utilizó principalmente el reconocimiento de su inversión en el patrimonio económico de Cuprum, más el valor de los rubros o conceptos de activos y pasivos reflejados en el Estado de Situación de PIC y que tienen valoración económica que afecta su patrimonio.

### **Limitaciones**

El modelo proporcionado por la Administración contiene la mayoría de datos como parámetros que proceden de otros archivos, los cuales no han sido revisados ni auditados por nosotros, por lo que la validez de dichos datos es de exclusiva responsabilidad de la Administración de PIC.



## 1.2 Resultados generales

A base de los supuestos considerados para la valorización, el valor económico del patrimonio de AFP Cuprum S.A. a la tasa de descuento del 11,2%, es de aproximadamente **MM\$ 646.521** y el valor económico del patrimonio de Principal Institucional Chile S.A. es de **MM\$ 633.850**.

En los cuadros siguientes se presenta el resultado del valor económico del patrimonio de ambas entidades al 30 de junio de 2014, bajo la metodología de flujos de caja descontados, considerando un rango de tasas de descuento relevantes entorno al **11,20%**, (con una sensibilización de esta de +/- 0,5%), y de forma complementaria en el caso de Cuprum, el valor implícito del múltiplo EV/Utilidad neta de **8,9x** que resultó de la valorización por flujos de caja descontados, fue comparado con los múltiplos de mercado correspondientes a las restantes AFP que cotizan en el mercado de valores en Chile.



### Estimación del Valor Económico del Patrimonio de AFP Cuprum (cifras expresadas en millones de pesos al 30 de junio de 2014)

	<b>10,7%</b>	<b>11,20%</b>	<b>11,7%</b>
<b>Tasa de Descuento</b>			
Valor Económico de los Flujos	324.060	316.165	308.554
Valor Residual	359.525	322.000	289.529
<b>Valor presente flujos de caja</b>	<b>683.585</b>	<b>638.165</b>	<b>598.083</b>
Otros activos netos	10.483	8.356	6.475
Participación en coligada	32.935	30.808	28.927
Propiedades de inversión	851	851	851
Cuentas por pagar EERR	(19.063)	(19.063)	(19.063)
Provisión por liquidación del SII	(4.240)	(4.240)	(4.240)
<b>Valor Económico del Patrimonio</b>	<b>694.068</b>	<b>646.521</b>	<b>604.558</b>
<b>Múltiplo implícito EV/Utilidad neta (Q2 2014)</b>		<b>8,9x</b>	

### Estimación del Valor Económico del Patrimonio de Principal Institucional Chile (cifras expresadas en millones de pesos al 30 de junio de 2014)

	<b>10,7%</b>	<b>11,20%</b>	<b>11,7%</b>
<b>Tasa de Descuento</b>			
Activos netos de disminución de capital	4.617	4.617	4.617
Pasivos netos	(725)	(725)	(725)
<b>Valor activos netos antes de inversión</b>	<b>3.892</b>	<b>3.892</b>	<b>3.892</b>
Inversión en Cuprum	676.287	629.958	589.070
<b>Valor Económico del Patrimonio</b>	<b>680.179</b>	<b>633.850</b>	<b>592.962</b>

## 1.3 Detalle de la valorización de Cuprum y PIC

Las tablas adjuntas presentan la estimación del valor económico de Cuprum y PIC y los conceptos de activos y pasivos que han sido debidamente ajustados para representar el valor económico de cada sociedad en forma individual.

En el caso de la valorización de Cuprum por una parte se adicionaron los activos que no estaban incluidos en el modelo de proyección de flujos de caja pero que sin embargo, agregan valor a la Compañía y por otra se dedujo la cuenta por pagar que mantenía exclusivamente con PIC (deuda financiera) y la provisión por liquidación de impuesto del SII que no alcanzó a reflejarse al cierre de los EFFF del 30 de junio de 2014.

### Valorización Económica de AFP Cuprum (cifras expresadas en millones de pesos al 30 de junio de 2014)

Tasa de descuento	11,20%
Crecimiento del valor residual	3,0%
Valor económico de los flujos	316.165
Valor económico de la perpetuidad	322.000
<b>Valor presente de los flujos de caja</b>	<b>638.165</b>
Participación en coligada	30.808
Propiedad de inversión	851
Cuentas por pagar EERR	(19.063)
Provisión por liquidación del SII	(4.240)
<b>Total valor activos netos</b>	<b>8.356</b>
<b>Valor económico del patrimonio</b>	<b>646.521</b>

## 1.3 Detalle de la valorización de Cuprum y PIC (cont.)



Por otra parte para la valorización de PIC, se han tenido en cuenta los activos y pasivos que no se vinculan a la participación que la Sociedad mantiene en Cuprum, así como los ajustes necesarios para la reducción de capital, la cual se detalla en la sección 3.2.2. “Supuestos financieros valorización PIC”, más la cuenta por cobrar generada por la liquidación de impuestos del SII antes indicada.

### Valorización Económica de Principal Institucional Chile (cifras expresadas en millones de pesos al 30 de junio de 2014)

Valor Mercado: 100% Cuprum	646.521
Participación PIC	97.44%
<b>PIC Inversión en Cuprum (valor mercado) (1)</b>	<b>629.958</b>
Activos corrientes	50.747
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	48.562
Cuenta por cobrar (liquidación del SII)	3.245
<b>Subtotal de activos corrientes y no corrientes</b>	<b>102.555</b>
<b>Menos: Disminuciones de capital</b>	
Cuentas por cobrar con EERR (incluidas en la disminución de capital)	(86.401)
Efectivo y equivalentes de efectivo (incluidas en la disminución de capital)	(11.536)
<b>Subtotal de disminución de capital</b>	<b>(97.938)</b>
<b>Total activos netos de disminuciones de capital (2)</b>	<b>4.617</b>
Pasivos corrientes y no corrientes	54.392
Menos: Pasivos por impuestos diferidos	(52.672)
Menos: Provisiones (liquidación del SII a Cuprum)	(995)
<b>Total pasivos netos (3)</b>	<b>725</b>
<b>Total activos y pasivos netos (2)+(3)</b>	<b>3.892</b>
<b>Valor Económico del Patrimonio (1)+(2)-(3)</b>	<b>633.850</b>

## 1.4 Comparación de valorización de Cuprum respecto del mercado

### Múltiplo de Mercado - Precio/Utilidad (cifras expresadas en millones de pesos)

	FY 13	Q1 14	Q2 14	FY14 (*)
Valor de mercado Cuprum	621.689	629.931	646.521	653.861
Utilidad de Cuprum (LTM)	58.962	63.624	72.345	61.787
Múltiplo Precio/Utilidad	10,5	9,9	8,9	10,6

Fuente: Bloomberg

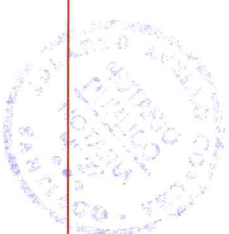
(\*) Valores proyectados según el modelo proporcionado por la administración

### Múltiplos de mercado

Precio/Utilidad	Q3 13	Q4 13	Q1 14	Q2 14
Capital	13,19	12,11	11,44	9,76
Habitat	10,71	8,76	8,81	7,86
Cuprum	11,41	11,20	10,38	9,13
Provida	6,61	7,10	11,63	11,52
Promedio	10,48	9,79	10,57	9,57
Promedio (Sin Capital)	9,57	9,02	10,27	9,50
Mediana	11,06	9,98	10,91	9,44
Mediana (Sin Capital)	10,71	8,76	10,38	9,13

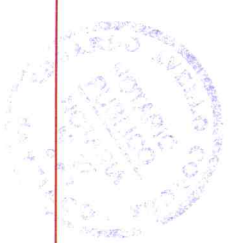
Como se presenta en la tabla superior adjunta, la valorización de Cuprum utilizando sólo el múltiplo implícito Precio/Utilidad, ha experimentado una disminución importante desde el inicio de este año pasando de 10,5 a 8,9 veces su utilidad. Adicionalmente se ha estimado dicho múltiplo al 31 de diciembre de 2014 considerando las proyecciones de la administración de PIC.

En línea con este análisis en el siguiente cuadro se presenta la evolución de este indicador con una muestra representativa de empresas similares presentes en el mercado nacional. Aplicando diferentes criterios, se puede apreciar que el rango de múltiplos oscila entre las 9 y 10 veces la utilidad. La decisión de excluir los datos de AFP Capital de forma puntual se explica por la distorsión que provoca el incluirla dentro de la muestra.



## Sección 2

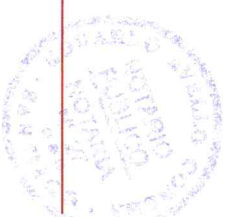
# *Supuestos de Valorización de Cuprum*



## Sección 2.1

# *Supuestos generales*

## 2.1 Supuestos generales de Cuprum



En el cuadro de la derecha se detallan los principales supuestos financieros básicos utilizados en el modelo de proyección basado en el método de los flujos de caja descontados, que sirvió para estimar el valor económico del patrimonio de Cuprum al 30 de junio de 2014.

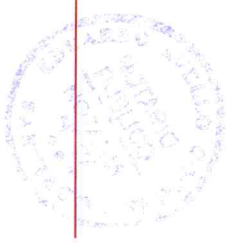
### Flujos de caja

La valorización considera una proyección de flujos de caja por un periodo de 10 años más una perpetuidad con un crecimiento nominal del 3% equivalente a la inflación promedio en el largo plazo, descontados a una tasa de mercado (ver anexo 1).

Para obtener los flujos de caja, se toma el resultado neto de cada ejercicio, se le agrega la depreciación ya descontada del estado de resultado dado que no constituye un flujo de caja y se le deducen los efectos de nuevas inversiones (CAPEX) equivalentes al 100% de la depreciación y la variación del capital de trabajo, equivalente a la variación del encaje.

La perpetuidad es equivalente al flujo de caja neto del último año, descontado a la misma tasa que los flujos.

Supuesto	Descripción
Período de proyección	Junio 2014 – Diciembre 2024
Tipo de proyección	Proyección en pesos (nominales)
Moneda de referencia	Pesos chilenos
Tasa de impuesto a la renta	21,25% (2014) 22,5% (2015) 23,75% (2016) 25% (2017 en adelante).
Valor residual	Perpetuidad al 3% sin crecimiento real
Tasa de descuento	10,70% 11,20% y 11,70% (nominal)



## Sección 2.2

# *Supuestos operacionales*



## 2.2.1 Supuestos operacionales valorización Cuprum

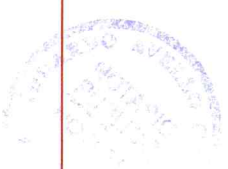
### Objetivos y operaciones de AFP Cuprum

La Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A. tiene como objetivo único administrar fondos de pensiones y otorgar a sus afiliados las prestaciones y beneficios que establece el Decreto Ley 3.500, de 1980 y todas aquellas que le autoricen otras disposiciones legales presentes o futuras, como a ocurrido con las modificaciones posteriores que se ha efectuado al sistema previsional chileno.

Por otra parte las administradoras de pensiones pueden constituir sociedades anónimas filiales que complementen su giro en los términos del artículo 23 del citado Decreto Ley, e invertir en sociedades anónimas constituidas como empresas de depósito de valores de acuerdo a la Ley N°18.876.

Es así como Cuprum se ha incorporado a la propiedad de empresas que buscan hacer más eficiente su gestión y participar en las oportunidades que otorga el negocio, y la experiencia que ha adquirido en este tipo de servicios. En este sentido y asociada a otras AFP participa en las siguientes sociedades:

- **Servicio de administración previsional (Previred):** empresa dedicada a recaudar cotizaciones previsionales por medios electrónicos (portal en internet).
- **Administradora de Fondos de Cesantía (AFC):** empresa dedicada a administrar los fondos de cesantía correspondiente a los ahorros asociados a su afiliados y que están destinados a financiar sus períodos de cesantía.



AFP Cuprum se constituye como tal el 27 de abril de 1981, asociada a los trabajadores de Codelco, no obstante con el tiempo se diversificó a múltiples sectores industriales, siendo hoy una AFP posicionada en un nicho de mercado de rentas promedios altas y con cotizaciones de comportamiento estables en el tiempo y con baja rotación.

### Principales conceptos del Estado de resultados proyectado

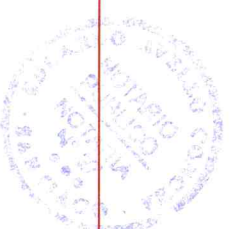
#### Ingresos Operacionales

En la estructura de ingresos de las proyecciones proporcionadas por la administración existen dos grandes grupos de ingresos que componen la mayor parte de los flujos de entrada de efectivo. Por un lado, las comisiones cobradas (tarifas administrativas) que derivan de las imposiciones obligatorias y/o voluntarias de los afiliados y por otro lado, la rentabilidad del encaje y de las inversiones que de estas derivan.

Por la parte de las comisiones, éstas se proyectan sobre la base de los afiliados netos en cada períodos y sobre ellos se le aplica un porcentaje para obtener el número de cotizantes en total (84% aproximadamente para todos los períodos). Adicionalmente se estima un nivel de rotación tanto en términos de cotizantes, salario promedio y renta imponible.

Para la proyección de los ingresos de Ahorro Previsional Voluntario (APV) y Cuentas de Ahorro Voluntario (CAV), se proyecta el total de activos bajo gestión, sobre los cuales se aplica una tarifa diferente para determinar lo que se conoce como el flujo de caja neto del consumidor.

## **2.2.1 Supuestos operacionales valorización Cuprum (cont.)**



### **Principales conceptos del Estado de Resultados proyectado**

#### **Costos operacionales**

Por la parte de los costos asociados a la operación, se presenta una estructura muy simplificada de los principales conceptos. Uno de los principales conceptos de egreso es el gasto por comisión regular, el cual se mantiene relativamente estable para todo el horizonte de proyección.

Otro de los ítems que agrupa el mayor volumen de costo es el de compensaciones, que comprende todos los gastos de personales fijos y variables (remuneraciones y beneficios del personal de administración y de ventas, comisiones e indemnizaciones por años servicio).

Existe una partida que se menciona como “Otros gastos”, los cuales pertenecen a conceptos de gastos de comercialización, administración, computación y otros gastos generales derivados de la operación (entre los que se incluye dietas del directorio, gastos médicos afiliados, administradora de fondo de cesantía y otros gastos varios derivados de la operación).

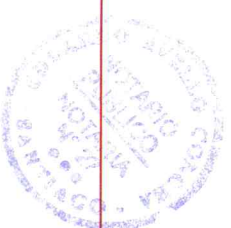
#### **Depreciaciones**

Por último, la depreciación no supone un gran nivel de costo, (1,24% en promedio para todo el periodo proyectado ya que, por lo general, se vincula a activos que no son críticos para la generación de flujos de entrada de efectivo, o que no tienen un valor muy alto (material de oficina, costos de desarrollo y amortización de licencias de software, entre otros).

#### **Impuesto a la Renta**

Las tasas de impuesto a la renta, si bien no corresponden exactamente a los niveles establecidos por la nueva reforma tributaria pendiente de aprobación final, se mantienen en niveles cercanos a la nueva regulación. Los niveles establecidos para la proyección son: 21,25% (2014), 22,5% (2015), 23,75% (2016), y 25% (del año 2017 en adelante).

## ***2.2.1 Supuestos operacionales valorización Cuprum (cont.)***



### **Encaje**

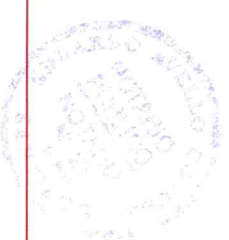
Con el objeto de garantizar una rentabilidad mínima de los fondos de pensiones, las AFP deben por ley, mantener cuotas equivalente al 1% de cada fondo. Dado que dichas cuotas a lo largo de las proyecciones proporcionadas aún no comienzan a experimentar una disminución, la rentabilidad relativa a ese porcentaje del fondo después de impuestos, conocida como “Rentabilidad del Encaje”, se descuenta del flujo de caja.

### **Inversiones**

La inversión en activo fijos para mantener la generación de flujos se ha proyectado como un porcentaje equivalente al 100% de la depreciación (tanto de activos ya existentes a nivel histórico como de nuevas inversiones realizadas en los años proyectados). La inversión para el valor residual es del 100% de la depreciación del último año de proyección.

### **Valor residual**

El valor residual está representado por una perpetuidad equivalente al flujo del último año proyectado, esto es, 2024, sin crecimiento real (3% según la inflación objetivo en Chile), y descontado a su valor presente a las tasas relevantes utilizadas para los flujos proyectados.



## 2.2.2 Supuestos financieros valorización PIC

### Participación en Cuprum

La participación que PIC tiene en Cuprum al 30 de junio de 2014, corresponde al reconocimiento del 97,438151% (MM\$ 629.958) del valor económico estimado del patrimonio de Cuprum a igual fecha que es de MM\$ 646.521.

### Conceptos de activos incluidos en la valorización

Los conceptos de activos de PIC que se incluyen junto al valor económico de la inversión en Cuprum son: el saldo en balance a 30 de junio de 2014 de la cuenta de efectivo y equivalentes de efectivo, (post-ajuste de la reducción de capital) y las cuentas por cobrar con empresas relacionadas de largo plazo.

### Conceptos de pasivos incluidos en la valorización

Los conceptos de pasivos de PIC, que se han incluido son los pasivos corrientes de acreedores comerciales y cuentas por pagar a EERR registrado en sus EEFF al 30 de junio de 2014.

En este caso se excluyeron de la valorización una provisión de corto plazo, procedente de una liquidación del Servicio de Impuestos Internos vinculada exclusivamente a Cuprum y que fue registrada en los EEFF auditados de PIC como hecho posterior, ya que dicha provisión no alcanzó a registrarse en los EEFF auditados de Cuprum.

También se ha excluido el pasivo por impuestos diferidos. Este pasivo fue generado por el reconocimiento de los intangibles (marca y cartera de clientes) reconocidos como parte de la adquisición de Cuprum, de acuerdo a las normas IFRS, y que desde el punto de vista económico no es un pasivo exigible y sólo se devengaría al momento de vender la participación en Cuprum.

### Reducción de capital

Acordado en Junta de Accionistas con fecha 5 de septiembre se decidió una reducción de capital de \$ 97.937.878.350, correspondiente a la cantidad de 1.958.757.567 acciones. Dicha devolución de capital se convino materializarla mediante el pago en efectivo, y adicionalmente con la cesión de créditos que la Sociedad mantiene a su favor según el valor nominal a la fecha de pago.

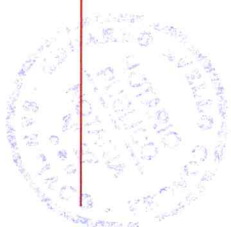
Cabe destacar que el número de acciones indicadas para PIC incluyen una disminución de capital de acuerdo a los antecedentes obtenidos de las Juntas Extraordinarias de accionistas del 1 de agosto de 2014 y del 5 de septiembre de 2014.

A continuación se detalla la relación de activos involucrados en la disminución de capital:

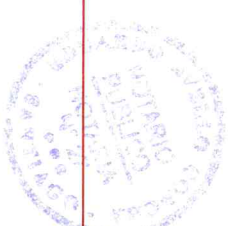
<b>Sociedad</b>	<b>\$</b>
Principal International de Chile S.A	48.850.491.978
AFP Cuprum S.A.	19.063.003.699
Principal Holding Company Chile S.A	18.487.917.241
Fondos Mutuos	11.536.465.432
<b>Total</b>	<b>97.937.878.350</b>

## Sección 2.3

# *Antecedentes financieros*



## 2.3.1 Estados financieros de Cuprum



La siguiente información ha sido extraída de los estados financieros consolidados auditados de AFP Cuprum. Las cifras se encuentran expresadas en millones de pesos a diciembre de 2013 de cada año y al 30 de junio de 2014, respectivamente.

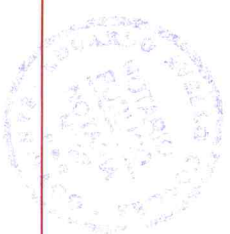
### Estado de Situación Financiera de AFP Cuprum (cifras expresadas en millones de pesos)

	31-12-2013	30-06-2014
Activo Corriente	7.082	7.156
Activo No Corriente	190.486	211.618
<b>Total Activo</b>	<b>197.568</b>	<b>218.774</b>
Pasivo Corriente	26.811	31.019
Pasivo No Corriente	42.249	21.481
Patrimonio	128.508	166.274
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>197.568</b>	<b>218.774</b>

### Estado de Resultados Integrales de AFP Cuprum (cifras expresadas en millones de pesos)

	31-12-2013	30-06-2014
Ingresos ordinarios	52.416	68.193
Costos de explotación	(17.682)	(18.131)
<b>Resultado operacional</b>	<b>34.734</b>	<b>50.061</b>
Depreciación y amortización	(1.238)	(843)
Costos financieros	(1.678)	(517)
Otros costos diferentes de la operación	1.266	952
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>33.084</b>	<b>49.653</b>
Impuesto a la renta	(6.383)	(9.569)
<b>Resultado neto</b>	<b>26.701</b>	<b>40.084</b>

## 2.3.1 Estados financieros de PIC



La siguiente información ha sido extraída de los estados financieros individuales intermedios de Principal Institucional Chile. Las cifras se encuentran expresadas en millones de pesos a diciembre de 2013 y al 30 de junio de 2014, respectivamente.

### Estado de Situación Financiera de PIC (cifras expresadas en millones de pesos)

	31-12-2013	30-06-2014
Activo Corriente	31.635	50.747
Activo No Corriente	771.689	788.510
<b>Total Activo</b>	<b>803.324</b>	<b>839.257</b>
Pasivo Corriente	277	1.720
Pasivo No Corriente	53.587	52.672
Patrimonio	749.459	784.865
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>803.047</b>	<b>837.537</b>

### Estado de Resultados Integrales de PIC (cifras expresadas en millones de pesos)

	31-12-2013	30-06-2014
Gastos por amortización	(5.771)	(6.925)
Otros gastos, por naturaleza	(200)	(1.958)
<b>Pérdida operacional</b>	<b>(5.971)</b>	<b>(8.883)</b>
Ingresos financieros netos	3.952	1.552
Participación en ganancia (pérdida) de coligadas	19.903	39.054
Diferencias de cambio	(8.578)	942
Resultados por unidades de reajuste	(187)	1.415
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>9.119</b>	<b>34.081</b>
Impuesto a las ganancias	2.444	1.308
<b>Resultado neto</b>	<b>11.568</b>	<b>35.402</b>



## Sección 2.4

# *Proyecciones financieras*

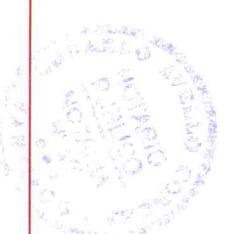


## 2.4.1 Proyecciones financieras de Cuprum

### AFP Cuprum

Principales supuestos proyectados	Q2 2014		2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024		CAGR
Afiliados (a cierre del año)	319.861	639.722	641.740	644.253	647.533	651.435	655.907	660.769	665.967	671.420	677.037	682.664	688.301	693.938	699.575	705.212	710.849	716.486	722.123	727.760	733.397	739.034	0,57%
% crecimiento	-	0%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	
Cotizantes (a cierre del año)	255.877	511.754	524.281	530.273	536.969	544.257	552.110	560.373	569.014	577.967	587.159	596.351	605.543	614.735	623.927	633.119	642.311	651.503	660.695	669.887	679.079	688.271	1,38%
% crecimiento	-	0%	2,4%	1,1%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Promedio de cotizantes	260.860	519.661	526.321	532.055	538.507	545.586	553.269	561.399	569.945	578.836	588.007	597.178	606.349	615.520	624.691	633.862	643.033	652.204	661.375	670.546	679.717	688.888	1,84%
Salario promedio (UF)	49,26	45,87	47,19	48,53	49,92	51,34	52,81	54,32	55,87	57,47	59,11	60,75	62,39	64,03	65,67	67,31	68,95	70,59	72,23	73,87	75,51	77,15	
% crecimiento	-	-7%	2,9%	2,8%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	
Renta Imponible Anual (miles de UF)	308.418	286.054	298.044	309.878	322.573	336.146	350.605	365.938	382.139	399.198	417.104	435.010	452.916	470.822	488.728	506.634	524.540	542.446	560.352	578.258	596.164	614.070	
Número de cotizantes entrantes	34.898	63.911	61.333	62.640	64.022	65.420	66.888	68.325	69.784	71.266	72.771	74.253	75.711	77.148	78.565	80.002	81.419	82.816	84.233	85.630	87.007	88.364	
Número de cotizantes salientes	24.075	44.640	45.379	45.897	46.207	46.608	47.111	47.696	48.373	49.123	49.954	50.765	51.556	52.327	53.078	53.809	54.520	55.211	55.882	56.533	57.164	57.775	
Cotizantes netos	10.823	19.271	15.954	16.743	17.814	18.812	19.777	20.629	21.411	22.143	22.817	23.432	24.007	24.532	25.007	25.432	25.807	26.132	26.407	26.632	26.807	26.932	0,53%
% crecimiento	-	-1%	-17,2%	4,9%	6,4%	5,6%	5,1%	4,3%	3,8%	3,4%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	
Salario promedio entrante (UF)	54,28	54,36	55,04	56,18	57,34	58,52	59,72	60,95	62,21	63,49	64,79	66,07	67,35	68,63	69,91	71,19	72,47	73,75	75,03	76,31	77,59	78,87	
Salario promedio saliente (UF)	49,64	49,81	51,16	52,66	54,24	55,86	57,54	59,27	61,05	62,89	64,79	66,73	68,71	70,73	72,79	74,89	77,03	79,21	81,43	83,69	85,99	88,33	
Renta Imponible Mensual entrante (UF)	317.272	291.053	283.038	295.171	308.086	321.493	335.717	350.190	365.227	380.855	397.104	413.953	431.302	449.151	467.500	486.349	505.698	525.547	545.896	566.745	588.094	609.943	
Renta Imponible Mensual saliente (UF)	199.616	185.719	194.089	202.243	209.864	218.192	227.337	237.239	247.995	259.557	272.027	285.507	299.987	315.467	331.947	349.427	367.907	387.387	407.867	429.347	451.827	475.307	
Renta Imponible Mensual neta (UF)	117.656	105.333	88.948	92.928	98.223	103.301	108.380	112.951	117.232	121.298	125.077	129.693	134.113	138.333	142.353	146.173	150.003	153.833	157.663	161.493	165.323	169.153	0,61%
% crecimiento	-	-10%	-15,6%	4,5%	5,7%	5,2%	4,9%	4,2%	3,8%	3,5%	3,1%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	

Fuente: Proyecciones de la administración de Principal Institucional Chile S.A. ajustadas por PwC.



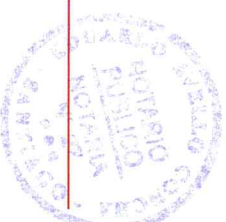
## 2.4.1 Proyecciones financieras de Cuprum

### AFP Cuprum

Estado de Resultados proyectado  
(cifras expresadas en millones de pesos)

	Q2 2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos por comisiones	52.967	111.712	112.714	121.045	124.236	133.827	140.941	152.671	160.769	164.205	178.021
Ingresos por rentabilidad de inversiones	10.601	22.488	23.662	25.144	26.859	28.884	31.152	33.699	36.537	39.679	43.151
Otros ingresos netos	70	213	1.057	1.197	1.413	1.715	2.111	2.607	3.211	3.262	3.311
<b>Total Ingresos operativos</b>	<b>63.638</b>	<b>134.413</b>	<b>137.433</b>	<b>147.387</b>	<b>152.508</b>	<b>164.426</b>	<b>174.204</b>	<b>188.977</b>	<b>200.518</b>	<b>207.146</b>	<b>224.483</b>
Gasto por comisiones regulares	(4.719)	(9.398)	(9.423)	(9.462)	(9.475)	(9.543)	(9.600)	(9.662)	(9.729)	(9.802)	(9.882)
Gastos de personal	(9.356)	(18.438)	(18.816)	(19.210)	(19.615)	(20.036)	(20.465)	(20.906)	(21.360)	(21.827)	(22.309)
<b>Resultado de explotación</b>	<b>49.564</b>	<b>106.577</b>	<b>109.194</b>	<b>118.715</b>	<b>123.418</b>	<b>134.847</b>	<b>144.138</b>	<b>158.409</b>	<b>169.428</b>	<b>175.516</b>	<b>192.292</b>
Depreciación y amortización	(8.561)	(17.172)	(17.209)	(17.247)	(17.281)	(17.318)	(17.358)	(17.399)	(17.441)	(17.483)	(17.527)
Gastos financieros	(377)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros gastos	(4.762)	(10.083)	(10.343)	(10.609)	(10.882)	(11.162)	(11.451)	(11.746)	(12.048)	(12.357)	(12.681)
<b>Resultado operacional</b>	<b>35.864</b>	<b>79.321</b>	<b>81.642</b>	<b>90.859</b>	<b>95.255</b>	<b>106.367</b>	<b>115.329</b>	<b>129.264</b>	<b>139.940</b>	<b>145.676</b>	<b>162.084</b>
Impuesto de la renta	(7.571)	(17.581)	(18.905)	(22.189)	(23.272)	(26.034)	(29.252)	(32.797)	(36.691)	(40.788)	(45.268)
<b>Resultado operacional después de impuesto</b>	<b>28.294</b>	<b>61.741</b>	<b>62.737</b>	<b>68.670</b>	<b>71.983</b>	<b>80.333</b>	<b>86.077</b>	<b>96.467</b>	<b>103.249</b>	<b>104.888</b>	<b>116.816</b>
Ganancia (pérdida) de capital	39	46	48	49	51	52	54	55	57	59	60
<b>Resultado del periodo</b>	<b>28.333</b>	<b>61.787</b>	<b>62.785</b>	<b>68.719</b>	<b>72.034</b>	<b>80.385</b>	<b>86.131</b>	<b>96.522</b>	<b>103.306</b>	<b>104.947</b>	<b>116.816</b>

Fuente: Proyecciones de la administración de Principal Institucional Chile S.A. ajustadas por Pw C.



## 2.4.1 Proyecciones financieras de Cuprum

### AFP Cuprum

Flujo de Caja proyectado  
(cifras expresadas en millones de pesos)

	Q2 2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Utilidad neta del ejercicio	28.333	61.787	62.785	68.719	72.034	80.385	86.131	96.522	103.306	104.947	116.876
Inversión bruta en acciones (after-tax)	(5.542)	(12.569)	(13.670)	(14.856)	(16.407)	(18.109)	(19.977)	(22.025)	(24.271)	(26.731)	(29.427)
Encaje	(2.523)	(4.427)	(4.699)	(5.102)	(5.516)	(5.942)	(6.395)	(6.881)	(7.396)	(7.948)	(8.536)
Ajuste por DAC	(1.903)	(3.138)	(2.628)	(2.234)	(1.917)	(1.679)	(1.455)	(1.259)	(1.083)	(917)	(762)
<b>Flujo de caja</b>	<b>18.365</b>	<b>41.653</b>	<b>41.788</b>	<b>46.527</b>	<b>48.194</b>	<b>54.655</b>	<b>58.304</b>	<b>66.356</b>	<b>70.556</b>	<b>69.350</b>	<b>78.151</b>
Tasa de descuento		11,19%									
Crecimiento de la perpetuidad		3,0%									
Valor económico de los flujos		316.165									
Valor económico de la perpetuidad		322.000									
<b>Valor económico total</b>		<b>638.165</b>									

Fuente: Proyecciones de la administración de Principal Institucional Chile S.A. ajustadas por Pw C.



## 2.4.2 Proyecciones financieras coligadas de Cuprum

### Administradora de Fondos de Cesantía (AFC)

Estado de resultados	2014	2015	2016	2017	2018
	Ingresos de explotación	9.261	21.418	24.888	28.514
Costos de la operación	(2.521)	(5.842)	(6.204)	(6.589)	(7.047)
Margen bruto	6.740	15.576	18.684	21.925	25.351
General, Administración y Ventas	(4.838)	(10.150)	(10.665)	(11.205)	(11.773)
Resultado de explotación	1.902	5.426	8.019	10.720	13.578
Depreciación	(668)	(1.375)	(1.416)	(1.459)	(1.459)
Resultado operacional	1.234	4.051	6.603	9.261	12.119
Impuesto a la renta	(210)	-689	-1.123	-1.574	-2.308
Resultado neto	1.024	3.362	5.481	7.687	9.811

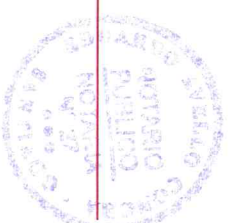
Fuente: Proyecciones de la administración de Principal Institucional Chile S.A. ajustadas por Pw C.

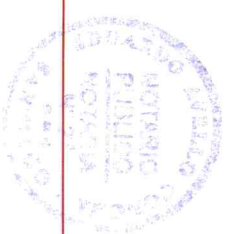
### Servicio de administración previsional (Previred)

Estado de resultados	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos de explotación	9.873	21.719	23.693	25.667	26.950
Costos de la operación	-1.775	(3.894)	(4.238)	(4.582)	(4.811)
Margen bruto	8.098	17.825	19.455	21.085	22.139
General, Administración y Ventas	-2.612	(5.724)	(6.204)	(6.683)	(7.086)
Resultado de explotación	5.486	12.101	13.252	14.402	15.054
Depreciación	-120	(277)	(314)	(352)	(388)
Resultado operacional	5.366	11.824	12.937	14.051	14.666
Impuesto a la renta	-1.140	-2.660	-3.073	-3.513	-3.666
Resultado neto	4.226	9.163	9.865	10.538	10.999

Fuente: Proyecciones de la administración de Principal Institucional Chile S.A. ajustadas por Pw C.

Principal Institucional Chile S.A. • Informe de valorización económica de Principal Institucional Chile y AFP Cuprum PwC

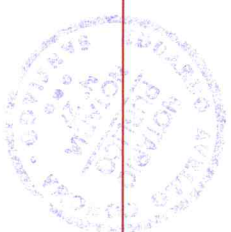




# Anexo 1

## *Tasa de Descuento*

## Tasa de descuento



<b>Tasa de descuento</b>	
Tasa libre de riesgo (1)	4,77%
Premio por riesgo de mercado (2)	6,75%
Beta desapalancado	0,696
Premio por liquidez	1,73%
<b>Costo de capital (3)</b>	<b>11,20%</b>

- (1) TIR de los BCU (Bonos del Banco Central en UF) al 30 de junio de 2014.
- (2) Diferencia entre retorno anual IGPA y BCU (fuente: Banco Central de Chile “Estimación del premio por riesgo en Chile”).
- (3) Costo de Capital - Modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model)



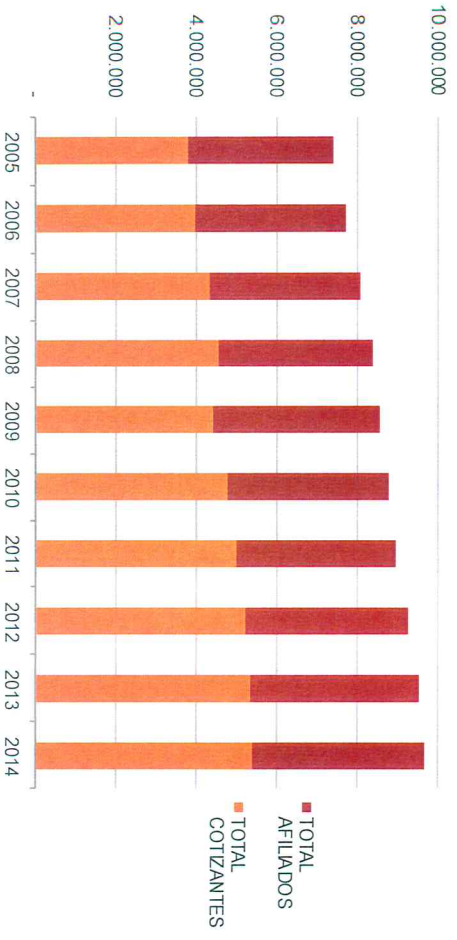
## Anexo 2

# *Breve análisis histórico del mercado*

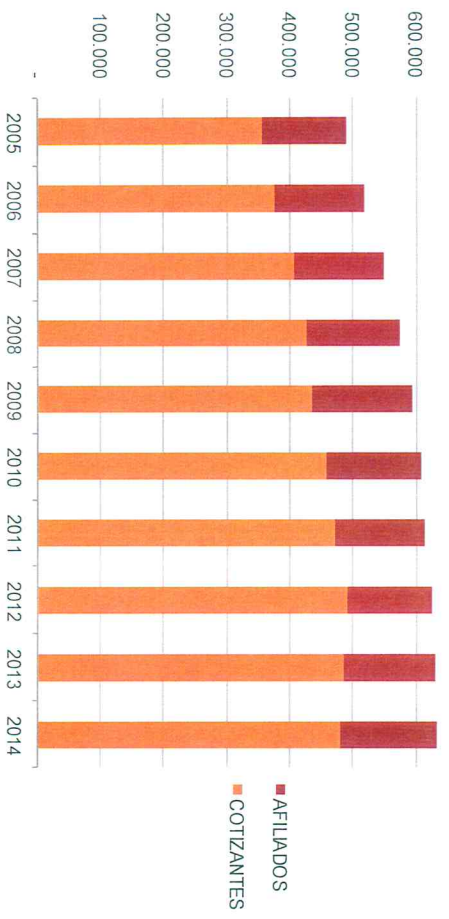


## Evolución histórica de AFP Cuprum respecto del mercado

Número de afiliados y cotizantes del sistema de AFP



Número de afiliados y cotizantes de AFP Cuprum



Como se puede apreciar en las gráficas adjuntas el mercado de las AFP ha mostrado tasas de crecimiento más estables y propias de una industria consolidada. Lo anterior queda de manifiesto durante los últimos años el número de cotizantes solo ha crecido en aproximadamente un 4,0% compuesto anual entre los años 2005 y junio de 2014 hasta situarse en los 5,4 millones de cotizantes en la segunda mitad del 2014, último periodo histórico disponible.

Así mismo, la evolución del número de afiliados presenta una tendencia similar en los 10 años reflejados, con un crecimiento anual compuesto del 3,0%, con un total de 9,6 millones de afiliados en el sistema a junio de 2014.







## Anexo 3

# *Sensibilización del valor económico total*



## Sensibilización de los principales supuestos del modelo de valorización

### AFP Cuprum

- Variación en la tasa de crecimiento de la perpetuidad y tasa WACC

Crec. Perpetuidad	Sensibilización WACC/Perpetuidad			
	10,7%	11,2%	11,7%	
2,5%	660.024.219	618.186.113	581.018.516	
3,0%	683.585.343	638.165.143	598.082.905	
3,5%	710.418.845	660.738.852	617.228.318	

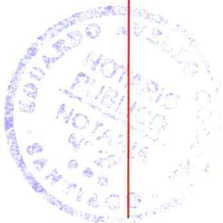
- Variación la tasa WACC y en la tarifa a largo plazo

Tarifa a L/P	Sensibilización WACC/Tarifa			
	10,7%	11,2%	11,7%	
0,9%	626.443.823	586.534.292	551.249.056	
1,0%	683.585.343	638.165.143	598.082.905	
1,1%	740.726.863	689.795.993	644.916.755	

### Principal Institucional Chile

- PIC - Variación en la tasa de crecimiento de la perpetuidad y tasa WACC

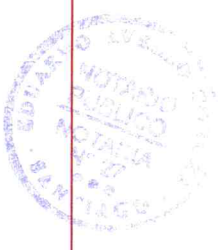
Crec Perpetui	Sensibilización WACC/Perpetuidad			
	10,7%	11,2%	11,7%	
2,5%	657.221.336	614.382.526	576.334.606	
3,0%	680.178.859	633.849.723	592.961.832	
3,5%	706.324.927	655.845.128	611.616.768	



## Anexo 4

# *Metodología de Valuación*

## Metodología de valuación por flujos de caja descontados



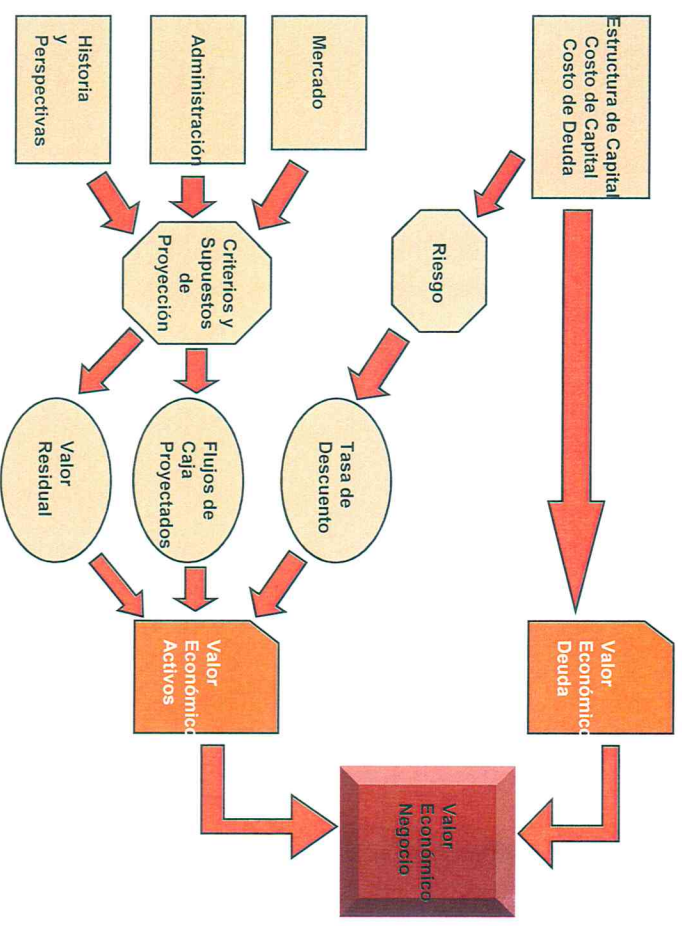
El método de mayor aceptación y más generalizado en nuestro mercado es el método de descuento de los flujos futuros de caja, por cuanto representa la real capacidad futura que tienen los activos operacionales para generar fondos en el tiempo.

El valor de una empresa o negocio es función básicamente de dos grandes factores. El primero, representado por la capacidad generadora de flujos de fondos de sus activos y el segundo, la tasa de descuento que corresponde a la tasa de costo de oportunidad del capital, que está representada por el costo promedio ponderado del capital, también conocido como WACC (Weighted Average Cost of Capital).

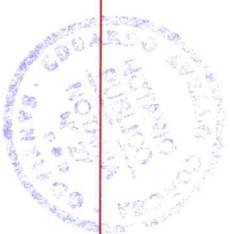
A través de este método se consideran los beneficios futuros de la empresa y por ende el retorno que es capaz de generar una inversión.

En la teoría financiera moderna se plantea que para un escenario sin imperfecciones en el mercado de capitales, el valor de mercado de una empresa o de sus activos está dado por la capitalización de sus retornos a una tasa apropiada para su clase de riesgo.

El método de descuento de los flujos futuros de caja o valor presente de los flujos futuros de fondos, corresponde a la corriente de ingresos y egresos netos que se producen en un período dado, llevados a su valor presente a la respectiva tasa de descuento. Los flujos operacionales netos de fondos constituyen los únicos flujos relevantes al estimar el valor de una inversión o activo, dado que son ellos los que entregan finalmente el retorno al inversionista.



## Tasa de descuento



De acuerdo a la teoría financiera la tasa de costo de capital de un activo ( $k_a$ ) o WACC, está dada por el costo de capital promedio ponderado, de acuerdo a la siguiente relación:

$$k_a = k_e * E/V + k_d * (1-t) * D/V$$

Donde  $k_e$  es el costo de capital del patrimonio,  $k_d$  es el costo de la deuda,  $t$  es la tasa de impuesto a la renta,  $E/V$  es la proporción patrimonio-activos y  $D/V$  es la proporción deuda-activos.

Para la estimación del  $k_e$  se utiliza el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) dado por:

$$k_e = r_f + \beta * (E(r_m) - r_f) + P_r$$

Donde  $r_f$  es la tasa libre de riesgo,  $(E(r_m) - r_f)$  es la prima de riesgo,  $\beta$  es el coeficiente beta o factor de riesgo asociado y  $P_r$  representa el premio por factores asociados al negocio propio de la empresa.

Para estos efectos, el mercado reconoce como inversión sin riesgo o riesgo cero, los documentos emitidos o garantizados por el Estado tales como bonos del Banco Central. A su vez, la prima de riesgo es una función de: 1) el rendimiento de mercado esperado menos la tasa libre de riesgo, lo que representa la prima de riesgo requerida para una inversión típica del mercado, 2) el coeficiente beta que representa el factor de corrección a la prima por riesgo exigida a un activo típico del mercado, de acuerdo con la mayor o menor variabilidad que históricamente han presentado los rendimientos de la inversión, con respecto al comportamiento histórico de los rendimientos del mercado.

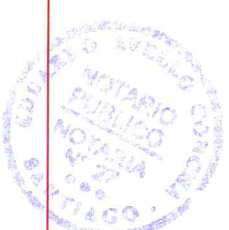
No obstante lo anterior, para el descuento de los flujos proyectados de AFP Cuprum, se ha decidido aplicar el costo de capital como la tasa de referencia. Ello se debe a que, dado que el nivel promedio de apalancamiento en el mercado de entidades como las administradoras de fondos de pensiones es casi nulo, la tasa de descuento de los activos es prácticamente es similar a la tasa de costo del capital exigido por los accionistas.

# Anexo 5

## Glosario



## Glosario



<b>Término</b>	<b>Definición</b>
<b>AFP</b>	Administradoras de Fondos de Pensiones
<b>IFRS</b>	En inglés, “International Financial Reporting Standards”
<b>PER</b>	En inglés, “Price-to-Earnings Ratio”. Mide la relación entre el precio de una acción y la utilidad neta del periodo.
<b>Ke</b>	Cost of Equity: costo de capital
<b>UF</b>	Unidad de Fomento
<b>WACC</b>	En inglés “Weighted Average Cost of Capital”: Costo Promedio Ponderado del Capital”
<b>CAPEX</b>	En inglés “Capital Expenditure”: Inversión en activo fijo
<b>BCU</b>	Bonos del Banco Central de Chile en UF
<b>TIR</b>	Tasa Interna de Retorno
<b>IGPA</b>	Indice General de Precios de las Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago