



**PRINCIPAL INSTITUTIONAL CHILE S.A.
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE
PENSIONES CUPRUM S.A.**

Informe Pericial

Fusión de Principal Institutional Chile S.A. con
Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.
al 30 de junio de 2014

Septiembre de 2014



**INFORME PERICIAL PARA LA FUSIÓN DE
PRINCIPAL INSTITUTIONAL CHILE S.A. CON
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES CUPRUM S.A.**

CONTENIDO

- Anexo I Estado de situación financiera consolidado al 30 de junio de 2014 de Principal Institutional Chile S.A.
- Anexo II Estado de situación financiera fusionado al 30 de junio de 2014 de Principal Institutional Chile S.A.
- Anexo III Implicancias Tributarias de la Fusión
- Anexo IV Descripción de los activos y pasivos que se incorporan a Principal Institutional Chile S.A., provenientes de Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.
- Anexo V Determinación de los porcentajes de participación de los Accionistas y relación de canje al 30 de junio de 2014

§: Cifras expresadas en Pesos chilenos



**INFORME PERICIAL PARA LA FUSIÓN DE
PRINCIPAL INSTITUTIONAL CHILE S.A. CON
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES CUPRUM S.A.**

A los señores Accionistas de:

Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.

De acuerdo a lo solicitado, he examinado los Estados de Situación Financiera de Principal Institucional Chile S.A. y Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A. (las Compañías), ambos al 30 de junio de 2014, según se detalla en Anexo I, los cuales fueron preparados a objeto de presentar una proposición de fusión de estas Compañías.

El examen incluyó comprobaciones parciales de registros contables y la aplicación de otros procedimientos, en la medida que considere necesario en las circunstancias. Sin perjuicio de lo anterior, el presente informe no constituye un dictamen de auditoría y debe ser utilizado sólo con el objeto y alcance mencionado en el primer párrafo de este informe.

En base a la información proporcionada por la Administración de las Compañías, Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A. aportará a Principal Institucional Chile S.A., al 30 de junio de 2014 todos sus activos y pasivos, contenidos en sus estados de información financiera auditados a esa fecha. Principal Institucional Chile S.A., como Compañía absorbente y continuadora, procederá a reconocer los activos y pasivos recibidos en aporte a los correspondientes valores registrados en libros al 30 de junio de 2014, según se incluye en el referido Anexo II, sin perjuicio del control de los valores tributarios que deberá mantener conforme lo dispone el Artículo N° 64 del Código Tributario y Circular N° 45 emitida por el Servicio de Impuestos Internos el 16 de julio de 2001.

Los Estados Financieros Separados de Principal Institucional Chile S.A. y Consolidados de Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A. y Subsidiaria al 30 de junio de 2014 fueron auditados por Ernst & Young Ltda., firma de auditores externos, que emitieron sus informes de auditoría con fecha 5 de septiembre y 22 de agosto de 2014 respectivamente.

En mi opinión, los estados de información financiera presentados en Anexo I, representan los activos y pasivos de Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A., que se proponen incorporar a Principal Institucional Chile S.A.



La preparación de los Estados de Situación Financiera utilizados para obtener el Estado de Situación Consolidado, es responsabilidad de la Administración de ambas Compañías. La evaluación de la combinación de los Estados de Situación Financiera consistió, principalmente en:

- (a) Comprobar que los montos de activos, pasivos y patrimonio de cada una de las Compañías participantes en la fusión correspondieran a los contenidos en los Estados Financieros emitidos para propósitos especiales auditados por la firma de auditores Ernst & Young Ltda. al 30 de junio de 2014.
- (b) Comprobar la suma línea a línea los activos y pasivos de los Estados de Situación Financiera auditados al 30 de junio de 2014 de las Compañías involucradas en el proceso de fusión.
- (c) Comprobar la eliminación de las cuentas por cobrar y pagar entre ambas Compañías e inversión de Principal Institutional Chile S.A. en Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.
- (d) Reflejar los ajustes informados por la Administración en el Estado de Situación Financiera de Principal Institutional Chile S.A. por hechos posteriores a la fecha de los Estados Financieros emitidos para propósitos especiales, pero que tendrán efectos en los resultados de la fusión. En junta de accionistas de fecha 1 de agosto de 2014 se aprobó efectuar una disminución de capital durante el mes de septiembre del presente año, por M\$97.937.878, los que se encuentran detallados en el Anexo II del presente informe pericial.
- (e) Comprobar la incorporación en las cuentas de patrimonio de Principal Institutional Chile S.A. el monto del aumento de capital correspondiente a los accionistas no controladores de Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A. determinado al 30 de junio de 2014.

De acuerdo a lo requerido por el Artículo N°156, del Reglamento de Sociedades Anónimas, declaro que me constituyo responsable de las afirmaciones contenidas en el presente informe.

Este informe está destinado únicamente para la información y uso de la Administración de las Compañías y sus accionistas, en relación con el proceso de fusión de Principal Institutional Chile S.A. y Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A. Consecuentemente no tiene por objeto y no debiera ser utilizado para ningún otro fin, ni ser divulgado a terceros.

Nombre de la persona autorizada que firma : Mario Torres S.

RUT de la persona autorizada que firma : 6.875.659-6



Santiago, 10 de septiembre de 2014



ANEXO I

PRINCIPAL INSTITUTIONAL CHILE S.A.

Estado de Situación Financiera Consolidado al 30 de junio de 2014

Activos	Principal Institutional Chile S.A. (*) \$	Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A. y Filial (**) \$	Ajustes de Consolidación \$	Total Consolidado (**) \$
Efectivo y equivalentes al efectivo	12.389.812.200	6.078.330.136	-	18.468.142.336
Otros activos no financieros corrientes	-	130.368.586	-	130.368.586
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	5.151.298	435.133.187	-	440.284.485
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	37.839.617.551	40.664.952	(19.063.003.699)	18.817.278.804
Activos por impuestos corrientes, corrientes	512.732.823	471.732.976	-	984.465.799
Encaje	-	193.423.319.937	-	193.423.319.937
Otros activos financieros	-	93.232.951	-	93.232.951
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	48.562.300.367	-	-	48.562.300.367
Inversiones en subsidiarias	626.300.316.200	-	(626.300.316.200)	-
Inversiones en coligadas contabilizadas utilizando el método de la participación	-	4.884.503.402	8.976.619.000	13.861.122.402
Activos intangibles distintos de la plusvalía	8.817.360	5.824.607.424	295.623.086.556	301.456.511.340
Plusvalía	-	-	263.638.711.157	263.638.711.157
Propiedades, planta y equipo	-	6.486.353.953	-	6.486.353.953
Propiedad de inversión	-	850.542.965	-	850.542.965
Activos por impuestos diferidos	788.008.064	-	(788.008.064)	-
Otros Activos, no corrientes	-	55.076.724	-	55.076.724
Total activos	726.406.755.863	218.773.867.193	(77.912.911.250)	867.267.711.806

(*) Saldos Según Estados Financieros Separados Auditados al 30 de junio de 2014.

(**) Saldos Según Estados Financieros Consolidados Auditados al 30 de junio de 2014.



ANEXO I

PRINCIPAL INSTITUCIONAL CHILE S.A.

Estado de Situación Financiera Consolidado al 30 de junio de 2014

	Principal Institucional Chile S.A. (*)	Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A. y Filial (**)	Ajustes de Consolidación	Total Consolidado (**)
	\$	\$	\$	\$
Pasivos				
Prestamos que devengan intereses	-	18.524.943	-	18.524.943
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	295.085.440	4.776.269.204	-	5.071.354.644
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	430.146.295	19.153.158.466	(19.063.003.699)	520.301.062
Provisiones	-	5.567.630.830	994.648.839	6.562.279.669
Pasivos acumulados (o devengados)	-	1.503.750.557	-	1.503.750.557
Prestamos que devengan intereses no corrientes	-	301.499.722	-	301.499.722
Pasivo por impuestos diferidos, no corrientes	-	21.165.962.732	58.336.609.247	79.502.571.979
Otros pasivos, no corrientes	-	13.102.477	-	13.102.477
Total pasivos	725.231.735	52.499.898.931	40.268.254.387	93.493.385.053
Patrimonio				
Capital Emitido	723.463.648.190	3.066.442.875	(3.066.442.875)	723.463.648.190
Resultados retenidos (Ganancias o pérdidas acumuladas)	(14.253.210.432)	125.649.666.457	(109.474.010.247)	1.922.445.778
Acciones propias en cartera	-	(2.331.537.838)	2.331.537.838	-
Otras reservas	-	(194.693.235)	217.558.803	22.865.568
Resultado del ejercicio	16.471.086.370	40.083.759.881	(20.727.417.877)	35.827.428.374
Participación no controladora proveniente de Inversiones Cuprum Internacional S.A.	-	330.122	-	330.122
Participación no controladora proveniente de Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.	-	-	12.537.608.721	12.537.608.721
Total patrimonio	725.681.524.128	166.273.968.262	(118.181.165.637)	773.774.326.753
Total pasivos y patrimonio	726.406.755.863	218.773.867.193	(77.912.911.250)	867.267.711.806

(*) : Saldos Según Estados Financieros Separados Auditados al 30 de junio de 2014.

(**) : Saldos Según Estados Financieros Consolidados Auditados al 30 de junio de 2014.



ANEXO II

PRINCIPAL INSTITUTIONAL CHILE S.A.

Estado de Situación Financiera Fusionado al 30 de junio de 2014

Activos	Total Consolidado \$	Reverso de Eliminación Préstamo a AFP Cuprum ⁽²⁾ \$	Disminución de Capital de Principal Institucional Chile S.A. ⁽¹⁾ \$	Total Fusionado Neto de Disminución de Capital \$
Efectivo y equivalentes al efectivo	18.468.142.336	-	(11.536.465.432)	6.931.676.904
Otros activos no financieros corrientes	130.368.586	-	-	130.368.586
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	440.284.485	-	-	440.284.485
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	18.817.278.804	19.063.003.699	(37.839.112.551)	41.169.952
Activos por impuestos corrientes, corrientes	984.465.799	-	-	984.465.799
Encaje	193.423.319.937	-	-	193.423.319.937
Otros activos financieros	93.232.951	-	-	93.232.951
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	48.562.300.367	-	(48.562.300.367)	-
Inversiones en subsidiarias	-	-	-	-
Inversiones en coligadas contabilizadas utilizando el método de la participación	13.861.122.402	-	-	13.861.122.402
Activos intangibles distintos de la plusvalía	301.456.511.340	-	-	301.456.511.340
Plusvalía	263.638.711.157	-	-	263.638.711.157
Propiedades, planta y equipo	6.486.353.953	-	-	6.486.353.953
Propiedad de inversión	850.542.965	-	-	850.542.965
Activos por impuestos diferidos	-	-	-	-
Otros activos, no corrientes	55.076.724	-	-	55.076.724
Total activos	867.267.711.806	19.063.003.699	(97.937.878.350)	788.392.837.155

- (1) En Junta Extraordinaria de Accionistas de Principal Institutional Chile S.A. de fecha 1 de agosto de 2014 se aprobó una disminución de capital por M\$97.937.878 que será materializada durante el mes de septiembre del presente año. Esta disminución de capital no formó parte del alcance de la auditoría realizada por Ernst & Young a esa misma fecha.

La disminución de capital forma parte de los ajustes a los saldos consolidados fusionados proforma al 30 de junio de 2014, debido a que fue considerada dentro del proceso de canje de acciones.

- (2) Para presentar la disminución de capital comprobamos el reverso de la eliminación de saldos por cobrar y pagar entre las Compañías, los que correspondieron a ajustes realizados para la determinación del estado financiero consolidado al 30 de junio de 2014. Lo anterior, debido a que el préstamo otorgado a Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A. de M\$19.063.003 fue considerado en el cálculo de disminución de capital de M\$97.937.878.



ANEXO II

PRINCIPAL INSTITUCIONAL CHILE S.A.
 Estado de Situación Financiera Fusionado al 30 de junio de 2014

Pasivos	Total Consolidado \$	Reverso de Eliminación Préstamo a AFP Cuprum ⁽²⁾ \$	Disminución de Capital de Principal Institucional Chile S.A. ⁽¹⁾ \$	Total Fusionado Neto de Disminución de Capital \$
Prestamos que devengan intereses	18.524.943	-	-	18.524.943
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	5.071.354.644	-	-	5.071.354.644
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	520.301.062	19.063.003.699	-	19.583.304.761
Provisiones	6.562.279.669	-	-	6.562.279.669
Pasivos acumulados (o devengados)	1.503.750.557	-	-	1.503.750.557
Prestamos que devengan intereses no corrientes	301.499.722	-	-	301.499.722
Pasivo por impuestos diferidos, no corrientes	79.502.571.979	-	-	79.502.571.979
Otros pasivos, no corrientes	13.102.477	-	-	13.102.477
Total Pasivos	93.493.385.053	19.063.003.699	-	112.556.388.752
Patrimonio				
Capital Emitido	723.463.648.190	-	(97.937.878.350)	625.525.769.840
Resultados retenidos (Ganancias o pérdidas acumuladas)	1.922.445.778	-	-	1.922.445.778
Acciones propias en cartera	-	-	-	-
Otras reservas	22.865.568	-	-	22.865.568
Resultado del ejercicio	35.827.428.374	-	-	35.827.428.374
Participación no controladora proveniente de Inversiones Cuprum Internacional S.A.	330.122	-	-	330.122
Participación no controladora proveniente de Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.	12.537.608.721	-	-	12.537.608.721
Total Patrimonio ⁽³⁾	773.774.326.753	-	(97.937.878.350)	675.836.448.403
Total Pasivos y Patrimonio	867.267.711.806	19.063.003.699	(97.937.878.350)	788.392.837.155

(3) Participación atribuible a Controlador y no Controladores:

	Porcentaje de Participación %	Patrimonio atribuible \$
Controladora	97,44	658.535.035.323
No controladores	2,56	17.301.413.080
Totales	100	675.836.448.403



*Principal Institucional Chile S.A.
Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.
Informe Pericial
Santiago, 10 de septiembre de 2014
Página 6*

ANEXO III

Implicancias Tributarias de la Fusión

La fusión entre ambas Compañías presenta, además de los ajustes anteriores, algunos efectos tributarios que se detallan en el presente anexo.

En el momento de fusionarse ambas Compañías se genera un Goodwill Tributario que corresponde a la diferencia entre el valor pagado y el patrimonio tributario de Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.

Tributariamente, esta diferencia entre el valor pagado y el patrimonio tributario proporcional de AFP Cuprum S.A. debe distribuirse entre los activos no monetarios de la sociedad absorbida hasta su valor de mercado. La diferencia no asignada a activos no monetarios debe ser reconocida como un gasto diferido tributario amortizable en 10 años.

Al momento de la fusión, se reconoce un activo por impuestos corrientes diferidos contra resultados, con el propósito de reflejar contablemente hoy, de manera lineal, el beneficio tributario que se obtendrá en el futuro como consecuencia de la amortización del Goodwill Tributario. El valor del activo "Impuestos Diferidos" se estima preliminarmente en MM\$109.523, a septiembre de 2014, cifra no auditada al 30 de junio del presente año.



Principal Institutional Chile S.A.
Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.
Informe Pericial
Santiago, 10 de septiembre de 2014
Página 7

ANEXO IV

ACTIVOS QUE SE APORTAN EN ABSORCIÓN DE “ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES CUPRUM S.A.”

	\$	\$
Efectivo y equivalentes al efectivo	6.078.330.136	
Otros activos no financieros corrientes	130.368.586	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	435.133.187	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	40.664.952	
Activos por impuestos corrientes, corrientes	471.732.976	
Total activos corrientes		<u>7.156.229.837</u>
Encaje	193.423.319.937	
Otros activos financieros	93.232.951	
Inversiones en coligadas contabilizadas utilizando el método de la participación	4.884.503.402	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	5.824.607.424	
Propiedades, planta y equipo	6.486.353.953	
Propiedad de inversión	850.542.965	
Otros Activos, no corrientes	55.076.724	
Total activos no corrientes		<u>211.617.637.356</u>
Total activos		<u>218.773.867.193</u>
Total activos aportados		<u>218.773.867.193</u>



Principal Institutional Chile S.A.
Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.
Informe Pericial
Santiago, 10 de septiembre de 2014
Página 8

ANEXO IV

PASIVOS QUE SE APORTAN EN ABSORCIÓN DE "ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES CUPRUM S.A."

	\$	\$
Prestamos que devengan intereses	18.524.943	
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	4.776.269.204	
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	19.153.158.466	
Provisiones	5.567.630.830	
Pasivos acumulados (o devengados)	1.503.750.557	
Total pasivos corrientes		31.019.334.000
Prestamos que devengan intereses	301.499.722	
Pasivo por impuestos diferidos	21.165.962.732	
Otros pasivos	13.102.477	
Total pasivos no corrientes		21.480.564.931
Total pasivos		52.499.898.931
Total pasivos aportados		52.499.898.931



ANEXO V

Determinación de los porcentajes de participación de los Accionistas y relación del canje al 30 de junio de 2014

En consecuencia, el capital de “Principal Institutional Chile S.A.” con posterioridad a la fusión, estará representado por 12.837.046.863 acciones, las cuales serán distribuidas entre los Accionistas, como se indica en el siguiente cuadro:

Accionistas	Nº Acciones
Principal Institutional Chile S.A.	12.510.515.397
No controladores	<u>326.531.466</u>
Totales	<u>12.837.046.863</u>

Para los efecto de mantener las participaciones antes indicadas, “Principal Institutional Chile S.A.,” (Compañía Absorbente) deberá emitir un total de 326.531.466 nuevas acciones para ser distribuidas entre los accionistas no controladores de “Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.,” (Compañía Absorbida).

	Principal Institutional Chile S.A. MM \$	Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A. MM \$
Valor del patrimonio al 30 de Junio 2014	642.510	654.600
Número de acciones emitidas (excluyendo acciones de propia emisión)	<u>12.510.515.397</u>	<u>17.932.790</u>
Valor de la acción (en pesos)	<u>51,36</u>	<u>36.503</u>
Razón de canje =	710,76	1

(Valor por acción AFP Cuprum S.A. / Valor por acción Principal Institutional Chile S.A.)



cutting through complexity™

AFP Cuprum S.A.

**Anexo: Asesoría en la Determinación de
la Ecuación de Canje al 30 de junio 2014**

Septiembre 2014



Glosario

AFP	Administradora de Fondos de Pensiones
AFP Cuprum	Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.
APV	Ahorro Previsional Voluntario
AUM	Asset Under Management
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAGR	Compounded Annual Growth Rate
CAV	Cuenta de Ahorro Voluntario
CLP	Pesos chilenos
Encaje	Reserva obligatoria mantenida por las AFP equivalente a 1% de la AUM
EEFF	Estados Financieros
Fecha Valorización	30 de junio de 2014
Ke	Tasa de costo de oportunidad de los accionistas
PIC S.A.	Principal Institutional Chile S.A.
M	Miles
MM	Millones
SP	Superintendencia de Pensiones
UF	Unidad de Fomento
USD	Dólar de los Estados Unidos de América
WACC	Costo de capital promedio ponderado

Resumen Ejecutivo

De acuerdo con nuestra propuesta de servicios profesionales, el siguiente documento tiene por objetivo asesorarlos en la determinación de la ecuación de canje propuesta para la fusión entre Principal Institucional Chile S.A y AFP Cuprum S.A. a la fecha de valorización.

Este informe representa los resultados del trabajo realizado, en base a los objetivos y alcances acordados.

Actualmente Principal Institucional Chile posee el 97,09% de las acciones emitidas de Cuprum, y que representan un 97,44% de las acciones (excluyendo acciones de propia emisión). A su vez, actualmente Principal Institucional Chile S.A. posee algunos activos con relacionadas y parte de su caja que serán eliminados como parte de una disminución de capital que la empresa realizará durante lo que queda de año.

De acuerdo a lo solicitado por la administración, y en base a su interpretación de la normativa (NCG 30), se esta considerando dicha disminución de capital de manera retroactiva a la fecha de la valoración con los correspondientes impactos en el valor de PIC y en la ecuación de canje.

De nuestras estimaciones se desprenden los siguientes valores:

- Valor del patrimonio de Principal Institucional Chile S.A. CLP 642.510 millones.
- Valor del Patrimonio de AFP Cuprum S.A. CLP 654.600 millones.

Utilizando dichos valores y acciones informadas daría una ecuación de canje de 710,76 es decir, por cada acción de Cuprum S.A., corresponderían 710,76 acciones de Principal Institucional Chile.

Las estimaciones de valor para ambas empresas están realizadas a la fecha del 30 de junio del 2014.

- Introducción
- Objetivos, alcance y limitaciones al uso del informe
- Entorno macroeconómico y sectorial
- Descripción de las compañías a valorar
- Factores que pueden tener un impacto significativo en el valor de las empresas
- Estimación de Valores
- Anexos

Contexto de la transacción

- Durante febrero de 2013, PIC S.A. adquirió 16.272.432 acciones de AFP Cuprum equivalentes al 90,42% de participación. Posteriormente durante el mismo año aumentó su participación en un 3,67%, y finalmente hasta el 30 de Junio de 2014 había adquirido un 3,01% adicional de AFP Cuprum, con lo cual alcanzó un 97,09% de las acciones emitidas por Cuprum, y que representan un 97,44% de las acciones en circulación de la misma.
- Actualmente PIC S.A. está llevando a cabo una reestructuración por medio de un proceso de fusión, absorbiendo a su filial, AFP Cuprum S.A.
- En el contexto anterior, KPMG Auditores y Consultores Ltda. ha sido contratada para realizar un informe por la relación de canje entre PIC y AFP Cuprum. En consecuencia, los resultados de nuestro trabajo serán utilizados para asistir al cliente en la determinación del valor razonable de la ecuación de canje entre las acciones de PIC S.A. y AFP Cuprum.
- Este informe representa el cumplimiento de este mandato y los apéndices adjuntos son proporcionados como parte del proceso descrito arriba y deben ser leídos en conjunto con nuestro reporte
- Nuestras estimaciones sobre el valor razonable tienen vigencia a la fecha establecida específicamente en este informe.

Objetivos, alcances y limitaciones

En el contexto de la fusión entre PIC S.A. y AFP Cuprum se nos ha solicitado nuestra asistencia en la determinación de la relación de canje accionario para efectos de la fusión de ambas sociedades.

Objetivo y Alcance:

- Nuestro trabajo consistió en la determinación de la ecuación de canje accionario al 30 de junio de 2014 (fecha de valorización) para la fusión de las sociedades:
 - AFP Cuprum S.A.
 - Principal Institucional Chile S.A.
- No existe un método estándar o universal que proporcione un valor irrefutable de una empresa, habida cuenta de que entre los elementos a valorar se encuentran, entre otros muchos de carácter material y objetivo, la capacidad de gestión de unos hombres y las características y evoluciones del mercado. Por el contrario, si que existen formulas aceptadas como útiles para establecer parámetros de razonabilidad del valor.
- Nuestro trabajo estuvo basado, fundamentalmente en información histórica que se nos proporcionó y entrevistas con la Administración de AFP Cuprum y Principal Institucional.

Limitaciones:

- Consideramos conveniente destacar que la elaboración de las proyecciones, la determinación de los criterios y premisas sobre los que están basados, así como el detalle de la información pertinente que pudiera afectar a la ejecución de los mismos, fueron realizados en conjunto con la Administración y Dirección del Cliente.

- No asumimos ninguna responsabilidad con respecto a la probabilidad de que las proyecciones sean alcanzables, dado que los resultados reales podrían ser diferentes puesto que frecuentemente los acontecimientos y las circunstancias no resultan tal y como se esperaba y las proyecciones abarcan un amplio período futuro en el que hay riesgos subyacentes. Por tal motivo, no se emitirá una opinión sobre las probabilidades de realización de las premisas y supuestos utilizados en las proyecciones financieras así como tampoco emitirá opinión respecto a los valores utilizados.
- Nuestro trabajo no representa una auditoría conforme con las normas generalmente aceptadas de auditorías y por lo tanto no debe ser interpretado como tal. Si bien nuestros servicios incluyen el análisis de la información financiera y de los registros contables de la Sociedad, los procedimientos acordados con el cliente no constituyeron la realización de una auditoría completa de acuerdo con normas de auditoría generalmente aceptadas.
- No sometimos la información contenida en nuestro informe a procedimientos de verificación. Por tanto, nuestro trabajo no tiene por objeto la emisión de un informe de auditoría sobre los estados financieros o cualquier otra información financiera de la Sociedad puesta a nuestra disposición.
- En caso que los estados financieros presenten deficiencias los resultados de nuestro trabajo podrían verse afectados.



**Entorno
Macroeconómico y
sectorial**

Entorno Macroeconómico

De acuerdo a la encuesta de expectativas

económicas del Banco

Central de junio del 2014

se proyecta que la

economía tendrá un

crecimiento del PIB del

año 2014 de un 3%.

Por otra parte, los

estudios de desempleo

muestran tendencia al

aumento, situándola

cercana al 6,7% para

finales del año, esto

provocado en parte por el

escenario económico

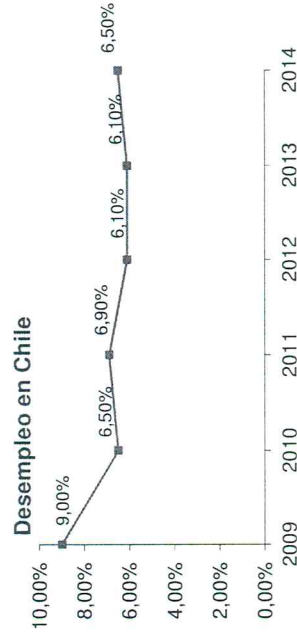
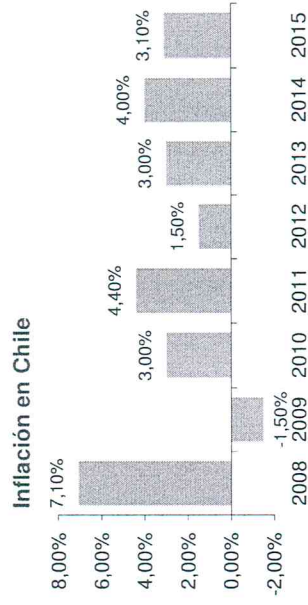
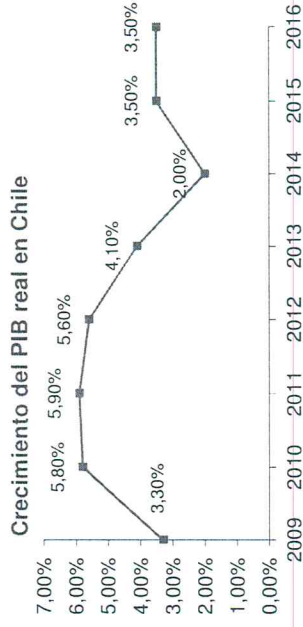
nacional.

De acuerdo a estimaciones que realiza el Banco Central, el crecimiento del PIB fue de 5,6% en 2012, 4,1% en 2013 y se estima en un 3% para el 2014. Además proyecta un crecimiento entre un 3,0% y 4,0% para el 2015 y 2016 respectivamente.

La Encuesta de Expectativas Económicas realizada por el Banco Central durante el mes de junio del presente año indica menores expectativas de crecimiento en comparación al año 2013 esto debido a una desaceleración más marcada del consumo privado, a un descenso mayor de las inversiones y al menor dinamismo del mercado laboral.

Para el año 2013, la inflación promedio coincidió con la meta inflacionaria del Banco Central de 3%. Éste estima que llegará cercana al 4% para 2014 y a 3% en el 2015. Cabe destacar que al examinar la inflación de los últimos seis meses, se aprecia que su incremento se orienta a la inflación subyacente de bienes y servicios que se han visto afectados, directa o indirectamente, por el tipo de cambio.

En cuanto a la tasa de desempleo, ésta se ubicó en 6,1% a finales del 2013, sin embargo hasta junio del 2014 ha aumentado, situándose en el 6,5%. Este incremento percibido ha sido provocado por razones estacionales junto con la disminución en la velocidad de creación de puestos de trabajos.



Fuente: Banco Central de Chile, INE

El Sistema de Pensiones en Chile

El sistema de AFP o de capitalización individual está vigente desde finales de 1980 y considera como principales beneficios las pensiones de vejez, de invalidez y de sobrevivencia.

Las administradoras de fondos de pensiones son las encargadas de la recaudación de cotizaciones previsionales, inversión de los recursos, trámites de pensión y pago de pensiones en el sistema previsional de capitalización individual.

Actualmente existen 6 participantes en este negocio con más de 9,5 millones de afiliados.

Las Superintendencia de fondos de pensiones

En la industria de las Administradoras de Fondos de Pensiones, el ente regulador es la Superintendencia de Pensiones (SP). La SP opera desde marzo de 2008 siendo la sucesora de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones creada en 1981. La función primordial de esta institución es la vigilancia y control del sistema de pensiones solidarias, las administradoras de fondo de pensiones y de las administradoras de fondos de cesantía que operan en el país.

Las Administradoras de fondo de pensiones

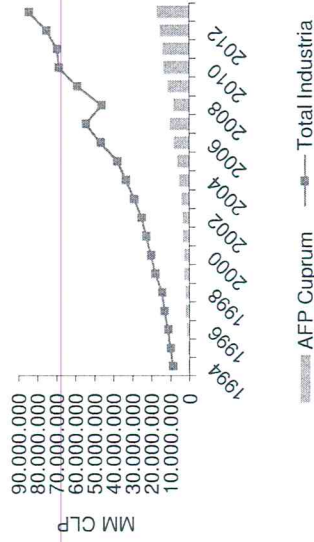
Las AFPs o administradores de fondo de pensiones son instituciones financieras privadas que destinan sus actividades a administrar los fondos y ahorros de pensiones de sus clientes. Una vez que finalizado el periodo laboral de sus clientes, este término se puede orientar por motivos de vejez, invalidez o sobrevivencia.

En Chile estas instituciones cuentan con más de 9.5 millones de afiliados, los cuales se distribuyen entre las seis empresas presentes a nivel nacional, estas son:

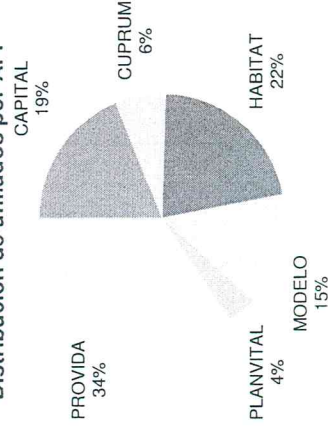
- Capital
- Hábitat
- Planvital
- Cuprum
- Modelo
- Próvida

La participación de mercado de estas instituciones se distribuye de mayoritariamente entre AFP Próvida, Hábitat y Capital, representando entre ellas el 75% del mercado de afiliados a nivel nacional.

Valor Fondos de Pensiones (1994 - 2013)



Distribución de afiliados por AFP



Fuente: SAFF.CL

El sistema de AFP o de capitalización individual está vigente desde finales de 1980 y considera como principales beneficios las pensiones de vejez, de invalidez y de sobrevivencia.

Las administradoras de fondos de pensiones son las encargadas de la recaudación de cotizaciones previsionales, inversión de los recursos, trámites de pensión y pago de pensiones en el sistema previsional de capitalización individual.

Actualmente existen 6 participantes en este negocio con más de 9,5 millones de afiliados.

Tipos de negocios

Los tipos de negocios ofrecidos por las AFP se dividen en Comerciales: Administración de 4 tipos de productos:

- Las cotizaciones obligatorias (CCO) son de cargo del trabajador y se descuentan de su remuneración.
- El ahorro previsional voluntario (APV) corresponde a una alternativa de ahorro adicional.
- La cuenta de ahorro voluntaria (CAV) es un complemento a la capitalización individual cuyo objetivo es constituir una fuente de ahorro extra para los afiliados.
- Por último, los retiros programados (RP) es una alternativa a la Renta Vitalicia, consiste en la conservación de las capitalizaciones individuales por el afiliado y la obtención de montos recibidos mensualmente.

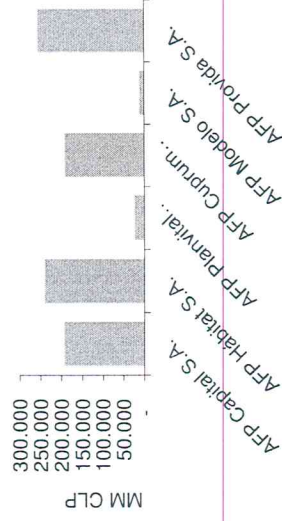
Adicionalmente, las AFP están obligada a tener reservas obligatorias o encaje como un porcentaje del AUM.

Al 30 de junio de 2014, AFP Cuprum poseía un encaje de CLP 193.423 millones.

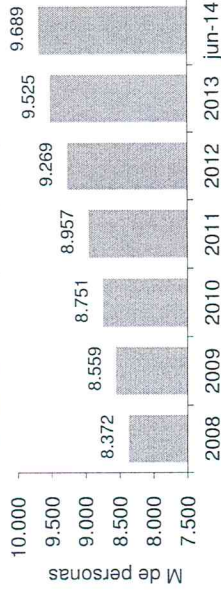
Afiliados y cotizantes

Por otro lado existen dos términos referentes a los clientes de las AFP, afiliados y cotizantes. Afiliado es todo aquel que posee un contrato con una AFP determinada y cotizante es quien durante un periodo determinado realiza una contribución obligatoria a los fondos de pensiones. La evolución de los afiliados y cotizantes desde el 2008 hasta junio del 2013 ha mostrado una tasa de crecimiento promedio de 2,7% y 3,7% respectivamente.

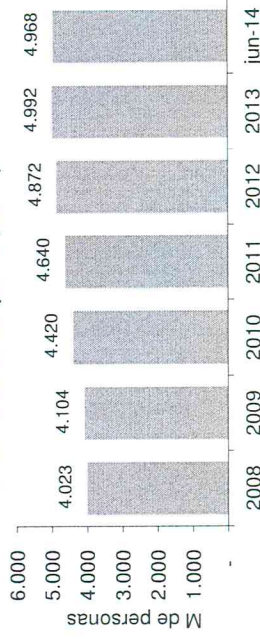
Montos de Encaje por AFP (Junio, 2014)



Total de afiliados (Junio, 2014)



Total de cotizantes (Junio, 2014)



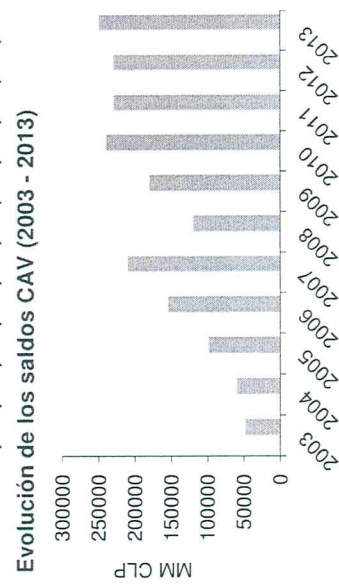
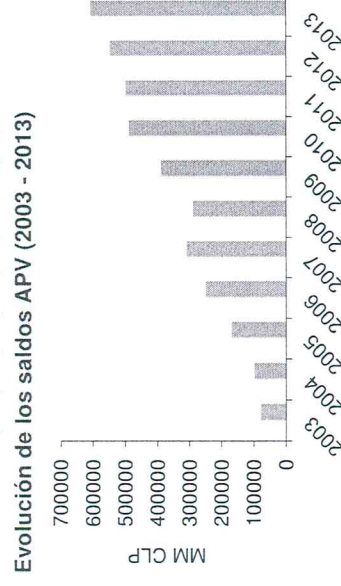
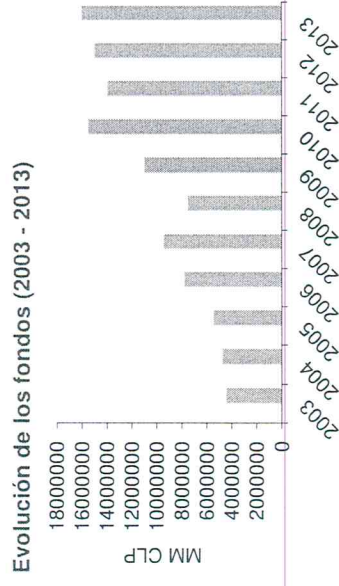
Fuente: SAFF

Descripción de las compañías a valorar

AFP Cuprum

AFP Cuprum S.A., formada en 1981, lleva 33 años en el negocio de la administración de fondos de pensiones. Sus negocios se encuentran definidos por ley, y son los siguientes:

- Administración de Fondos de Pensiones por cuenta de sus afiliados y cotizantes: los fondos administrados por Cuprum han tenido un crecimiento promedio anual de un 14% desde 2003, llegando a administrar un 20,7% del mercado para el 2013.
- Otorgamiento y administración de beneficios provisionales: El número de pensionados de Cuprum ha tenido un crecimiento de un 15% de promedio anual desde 2004.
- Administración de fondos de ahorro previsional voluntario: El saldo de APV de Cuprum ha tenido un crecimiento promedio anual de un 23% en los últimos 10 años, alcanzando a diciembre de 2013 una participación de mercado del 32,9%.
- Servicios de apoyo a la gestión previsional y de inversiones, como recaudación de cotizaciones.
- Administración del sistema de Seguros de Cesantía: a través de su participación en Administradora de Fondos de Cesantía de Chile S.A.



Fuente: Memoria Cuprum 2013



Principal Institutional Chile

Principal Institutional Chile se constituyó en octubre del 2012, formando parte de Principal Financial Group Chile. Principal en Chile está presente desde 1995 y se organiza en tres divisiones: pensiones, inversiones y ahorro.

Principal Institutional Chile es una compañía que tiene como objeto realizar inversiones a largo plazo en toda clase de bienes corporales e incorporales, muebles e inmuebles, ubicados en Chile o en el extranjero.

Valoración

Para valorizar los patrimonios de las empresas involucradas se utilizó el Método de Flujos de Caja Descontado y valor patrimonial ajustado.

Método de Flujos de caja Descontados:

- Para realizar el trabajo se aplicó el método de valorización, que en concordancia con las características del negocio, explicaban de mejor manera las expectativas futuras.
- El enfoque utilizado para valorizar los activos de AFP Cuprum, fue el de Ingresos, a través del método de flujos de caja descontados. Este enfoque se basa en que el valor de cualquier activo o compañía puede ser estimado determinando los flujos de caja futuros que son generados por el activo.
- Para la valoración de PIC, al ser un vehículo de inversión, se valoró utilizando la metodología de valorar sus activos y pasivos a valor de mercado.

Ingresos:

- Cotización Obligatoria: para determinar los ingresos por comisión por cotización obligatoria se ha proyectado el crecimiento de los cotizantes de la compañía que a diciembre 2013 eran del orden de 512 miles, y se ha aplicado un salario promedio en UF, utilizándose un crecimiento real promedio del 2%.
Con respecto a la tarifa por comisión, actualmente se encuentra en un 1,48%, para efectos de la valoración y en función a la tendencia observada en el mercado, se ha incorporado una reducción de la misma en futuro.

- Cotización por APV: Esta corresponde al ingreso por ahorro voluntario la cual en las proyecciones se ha mantenido con una tarifa de 0,70% anual sobre el saldo administrado. Y se ha proyectado el monto de saldo administrado el cual al cierre de 2013 ascendía a MMCLP763 385 y se ha estimado un crecimiento por rentabilidad del portafolio de aproximadamente un 6% y por nuevos cotizantes de APV de 2%.

- Cotización por CAV: Esta corresponde al ingreso por cuenta de ahorro voluntario la cual en las proyecciones se ha mantenido con una tarifa de 0,80% anual sobre el saldo administrado. Al igual que en el caso anterior se ha proyectado el monto de saldo administrado a diciembre 2013 su valor era de MMCLP251.162 y se ha estimado que la rentabilidad de éste es de un 6% y el crecimiento por nuevos cotizantes de CAV del orden del 2%.

- Retiro Programado: Esta corresponde al ingreso por comisión cobrada por las pensiones pagadas, la cual es de un 1,25%. A partir de información histórica se ha proyectado los nuevos pensionados para los siguientes periodos el cual esta en un rango del 5% a 6%.

- Las partidas de otras comisiones y otros ingresos se han estimado como un porcentaje de los mismos ingresos por comisiones. De acuerdo a lo informado provista en los últimos dos años estos son aproximadamente un 0,8% de los ingresos por comisiones.

Metodología Aplicada

Para valorizar los patrimonios de las empresas involucradas se utilizó el Método de Flujos de Caja Descontado y valor patrimonial ajustado.

Ingreso por Encaje:

- La rentabilidad obtenida como producto de las inversiones del saldo del encaje obligatorio que debe mantener la AFP por normativa, fue proyectado en base a información histórica de la compañía y se ha considerado un 6% nominal de retorno sobre el encaje para cada periodo.

Capex:

- Se proyectó como porcentaje de las ventas, el cual está basado en información histórica de Cuprum y corresponden a las necesarias para la mantención y reemplazo, así como inversiones para sostener el crecimiento de los mercados que abastecen.

Capital de Trabajo:

- La necesidad de capital de trabajo se proyectó en base a los días de rotación de las cuentas por cobrar, cuentas por pagar, con la información histórica proporcionada por la empresa. Esto resultó en un nivel de capital de trabajo como porcentaje de las ventas del orden del 8% para el periodo de proyección.

Impuestos:

- La tasa de impuesto a la renta utilizada para la proyección fue 25% del 2018 en adelante. De acuerdo a lo informado la tasa de impuesto de debe aplicar a la utilidad operacional sin considerar la rentabilidad del encaje. La rentabilidad del encaje se considera para efectos del balance como un pasivo diferido que se pagara cuando se retire el encaje.

Flujos de caja:

- Con los supuestos anteriores se procedió a calcular los flujos de caja libres desde junio de 2014 al 2024.
- A estos flujos se agregó un valor terminal que representa el crecimiento de 3% de los flujos a perpetuidad.

Costos:

- La remuneraciones totales se ha estimado que estas crecen a un tasa promedio de la inflación, es decir, un 3% anual para todo el periodo de proyección.
- Los gastos de administración y operación están proyectados con un crecimiento mínimo entorno al 2%. Esto ya que de las conversaciones sostenidas con la administración no se esperan importantes aumentos en estas partidas y que sea afectado por aumento en la cantidad de futuros cotizantes.
- Las partidas de gasto correspondiente a gastos de comercialización, computación, y la prima por seguro de invalidez, se han considerado como relacionadas directamente a la gestión de los clientes por lo que se han estimado que estos crecen directamente en la medida que crecen los ingresos operaciones de la compañía.

Depreciación:

- Se estimó como un porcentaje del activo fijo bruto, en base a la información histórica de Cuprum.



Estados Financieros y Flujo de Caja Proyectados

Cuprum - Valuation (miles de CLP)	Actual - 6M	Plan - 6M	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
	Jun-14	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	
Flujo de Caja Descontado	900.869	11.654.867	12.623.591	13.675.487	14.817.176	16.055.495	17.401.473	18.866.030	20.454.540	22.174.009	24.026.298		
EBIT(s/encaje)	37.461.083	72.875.188	71.755.394	79.897.580	80.445.959	68.841.775	75.583.705	82.866.650	90.670.271	98.695.166	104.150.377		
Impuestos	(7.492.217)	(15.485.977)	(16.144.964)	(18.975.675)	(20.111.490)	(17.210.444)	(18.895.926)	(20.716.662)	(22.667.568)	(24.673.791)	(26.037.594)		
Depreciacion y Amortizacion	1.011.852	1.826.418	1.892.648	1.202.456	1.313.912	1.446.374	1.588.562	1.741.182	1.911.225	2.099.907	2.290.587		
Capex	(205.236)	(735.882)	(735.896)	(1.220.080)	(1.238.407)	(1.471.800)	(1.579.860)	(1.695.777)	(1.889.366)	(2.096.467)	(2.118.666)		
+/- Δ Capital de Trabajo	488.788	(6.976)	327.204	79.991	351.669	418.341	354.105	365.070	378.437	393.725	416.265		
+/- Δ Encaje	(2.004.102)	(4.458.580)	(4.881.769)	(5.333.302)	(5.814.227)	(6.338.148)	(6.977.075)	(7.652.699)	(8.236.831)	(8.901.294)	(9.062.876)		
Free Cash Flow	29.260.168	54.014.190	52.212.618	55.650.969	54.947.417	45.686.098	50.073.510	54.907.763	60.166.167	65.517.245	69.638.092		
Terminal Value													894.055.569
Periodo descuento	0,25	1,00	2,01	3,01	4,01	5,01	6,01	7,01	8,01	9,01	10,01		
Factor de descuento	0,97	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35		
Flujo de caja descontado	28.500.530	48.640.568	42.352.706	40.662.433	36.169.703	27.093.103	26.748.390	26.420.333	26.081.581	25.586.696	339.010.012		

Tax (2018+)	25%
Crecimiento (g)	3%
Tasa de descuento	11,0%
Enterprise Value (MM CLP)	667.266

Valoración Cuprum (MM CLP)	Cuprum
Enterprise Value	667.266
Caja	6.078
Deuda Financiera	(320)
Otros Activos	6.485
Otros Pasivos	(24.910)
Equity value (MM CLP)	654.600
Tasa de descuento	11,0%
Tasa de crecimiento de perpetuidad	3%

	Cuprum
EV / EBITDA	9,0x
EV / Sales	6,0x
P/BV	3,3x
P/E	11,1x
	Cuprum
	Habitat
	3,7x
	9,1x

Sensibilización del Patrimonio (MM CLP)		
	Tasa de Descuento	Crecimiento (g)
	10,0%	11,0%
	719.943	567.086
	748.296	581.933
	781.011	598.526

El valor estimado del patrimonio de Cuprum S.A. asciende a CLP 654.600 millones.
La cantidad de acciones en circulación de Cuprum es de 17.932.790

Balance de PIC

Principal Institucional Chile S.A.
Estados Financieros
Miles CLP - Nominales

- De acuerdo a lo informado por la administración de PIC, se realizará una reducción de capital por un valor de MM CLP 97.938 de acuerdo al siguiente detalle:
- Préstamo a Principal International de Chile S.A.
- En UF: MM CLP 47.841
- En CLP: MM CLP 1.010.
- Préstamo a Cuprum S.A. por MM CLP 19.063.
- Cuenta corriente mercantil Principal Holding Company Chile S.A. en USD: MM CLP 18.487.
- Caja: MM CLP 11.536

	A/Diminución Jun-2014	Reducción de Capital	D/Diminución Jun-2014
ACTIVO			
Activo corriente			
Efectivo y equivalentes al efectivo	12.389.811	(11.536.465)	853.346
Deudores comerciales y otras ctas por cobrar	5.152		5.152
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	37.839.617	(37.839.113)	504
Activos por impuestos, corrientes	512.733		512.733
Total activo corriente	50.747.313	(49.375.578)	1.371.735
Activo no corriente			
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas.	48.562.300	(48.562.300)	
Inversiones en subsidiarias	174.859.635		174.859.635
Activos Intangibles distintos de la plusvalía	267.281.390		267.281.390
Plusvalía	297.806.461		297.806.461
Total Activo no corriente	788.509.786	(48.562.300)	739.947.486
TOTAL ACTIVO	839.257.099	(97.937.878)	741.319.221
PASIVO			
Pasivo corriente			
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	295.082		295.082
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	430.146		430.146
Provisiones	994.649		994.649
Total pasivo corriente	1.719.877	-	1.719.877
Pasivo no corriente			
Pasivos por impuestos diferidos	52.672.321		52.672.321
Total pasivo no corriente	52.672.321	-	52.672.321
TOTAL PASIVO	54.392.198	-	54.392.198
Capital emitido	723.463.648	(97.937.878)	625.525.770
Otras reservas	22.842		22.842
Resultados retenidos	61.378.411		61.378.411
TOTAL PATRIMONIO	784.864.901	(97.937.878)	686.927.023
TOTAL PASIVO y PATRIMONIO	839.257.099	(97.937.878)	741.319.221
Menos			
Inversiones en subsidiarias			(174.859.635)
Activos Intangibles distintos de la plusvalía			(267.281.390)
Plusvalía			(297.806.461)
Pasivos por impuestos diferidos			53.460.329
			(686.487.157)
Valor Patrimonio despues de eliminaciones	-	-	439.866

Los activos de PIC a la fecha de la valorización consisten en la inversión en Cuprum (97,44% de participación) más otros activos.

De acuerdo a lo informado por la administración de PIC, se realizará una reducción de capital por un valor de MM CLP 97.938

Posteriormente para determinar el valor del patrimonio de PIC individual se han eliminado los activos asociados a la inversión en Cuprum, activos y pasivos resultantes de la combinación de negocios.

- Dicha disminución de capital se está considerando de manera retroactiva a la fecha de la valoración con los correspondientes impactos en el valor de PIC y en la ecuación de canje.
- Este valor del patrimonio de PIC no considera el efecto del hecho posterior que si están siendo considerando en la determinación de la ecuación de canje.
- El hecho posterior tiene que ver con una liquidación de impuestos a Cuprum que esta reflejada en la nota de hechos posteriores del estado financiero de PIC.

Ecuación de canje

A partir de los valores de los patrimonios, se ha calculado el valor de la acción considerando la el patrimonio de PIC S.A., resultando en un valor de CLP 51,36 por acción.

g	Valor Patrimonio Cuprum (MM CLP)	
	WACC	
	10,00%	12,00%
2,5%	719.943	634.393
3,0%	748.296	654.600
3,5%	781.011	677.502
		598.526

g	Valor Patrimonio PIC (MM CLP)	
	WACC	
	10,0%	11,0%
2,5%	706.179	622.820
3,0%	733.806	642.510
3,5%	765.683	664.825
		587.872

Por otra parte el valor de cada acción de Cuprum es de CLP 36.503.

Por lo que la ecuación de canje determinada es de 710,76 de acciones, es decir por cada acción de PIC S.A.corresponden 710,76 acciones de Cuprum S.A.

g	Valor Accion Cuprum (CLP/acción)	
	WACC	
	10,0%	11,0%
2,5%	40.147	35.376
3,0%	41.728	36.503
3,5%	43.552	37.780
		33.376

N° acciones 17.932.790

g	Valor Accion PIC (CLP/acción)	
	WACC	
	10,0%	11,0%
2,5%	56,45	49,78
3,0%	58,66	51,36
3,5%	61,20	53,14
		46,99

N° acciones 12.510.515.397

g	Relación de canje (n°acc. PIC por cada acción Cuprum)	
	WACC	
	10,0%	12,0%
2,5%	711,23	709,96
3,0%	711,41	710,76
3,5%	711,60	710,12
		710,28

Factores que Pueden Tener un Impacto Significativo en los Valores

- A continuación se describen aquellos factores, supuestos o criterios utilizados en la valoración que tienen un impacto significativo en el valor de empresas.
1. Potenciales Cambios al Sistema de pensiones en Chile
 1. Comisiones a cobrar y potenciales nuevos reglamentos al respecto
 2. Crecimiento de los afiliados
 3. Tasa de descuento
 4. Desaceleración proyectada próximos años y potencial aumento de desempleo
 5. Potencial Mayor tasa de cotización que implicaría administrar mayores montos, con mayor encaje, sin que necesariamente eso se traduzca en mayores ingresos.

Tasa de descuento

Para determinar la tasa de descuento, utilizamos generalmente la metodología del WACC como se describe a continuación:

$$WACC = K_e * (E/(D + E)) + K_d * (1 - T) * (D/(D + E))$$

Donde:

- K_e = costo del capital propio
- E = valor de mercado del capital
- K_d = costo de la deuda
- D = valor de mercado de la deuda
- T = tasa corporativa de impuestos
- $E/(E+D)$ = Proporción del patrimonio / (patrimonio + deuda)
- $D/(E+D)$ = Proporción de la deuda / (patrimonio + deuda).

El costo de capital utiliza el Modelo the Capital Asset Pricing ("CAPM") como se describe:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \alpha$$

Donde:

- R_f = retorno de la tasa libre de riesgo
- $(R_m - R_f)$ = es el premio por riesgo de mercado
- β = el factor beta, es la medida del riesgo sistemático de un activo particular en relación al riesgo del portafolio de todos los activos riesgosos.
- α = factor de riesgo específico del negocio
- El Capital Asset Pricing Model es utilizado para determinar un costo de capital apropiado. Se hace un ajuste respecto al original al introducir un factor alpha (α), el cual toma en consideración factores como: size premium y riesgo país.
- Como tasa libre de riesgo se utilizó un US treasury bond a 30 años, de 3,34%.

- El premio por riesgo establecido por KPMG corresponde a 6%.
- El factor alpha se obtiene en referencia a Ibbotson y es equivalente a 1,9% y el riesgo país es de 1,2%.
- El impuesto utilizado, correspondiente a las expectativas respecto de la tasa impositiva de Chile a la fecha de la valoración, es de 25%.
- Para determinar el beta se utilizó empresas comparables obtenidas por medio de Bloomberg, de este modo se obtuvo un beta desapalancado del orden 0,6.

Conclusión

- La tasa WACC obtenida para Cuprum fue de 11% en pesos nominales.

WACC Calculation		Country	Chile	Sources
Risk Free Rate	3,3%			Yield on 30-year US Government T-Bond
Market Risk Premium	6,0%			KPMG
Beta Unlevered	0,80			Comparable companies
Beta	0,60			Comparable companies
Country Risk	1,2%			EMBI+, Chile
Size Premium	1,9%			Medium cap, Ibbotson
Debt to Market Cap	0,00			Companies Debt Structure
Debt Asset	0,00			
Tax Rate	25%			Tax Rate in Chile
Ke	10,0%			Cost of Equity, USD
Kd	6,0%			Cost of debt, USD
WACC Nominal, USD	10,0%			
USA CPI	2,1%			Projected LT inflation
Chile CPI	3,0%			Projected LT inflation
WACC Nominal Chile	11,0%			

Anexos

1. Información enviada por la compañía:

- Estados financieros a junio 2014
- Ajustes del disminución de capital en PIC
- Información de gestión

2. Otras fuentes de información:

- Bloomberg
- Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones
- Memorias 2013 y 2012 Administradora de Fondo de Pensiones Cuprum S.A.
- Superintendencia de Pensiones
- Discusiones con la Administración de PIC