



*cutting through complexity™*

**AFP Cuprum S.A.**

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

**Septiembre 2014**

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



10 de Septiembre de 2014

**PRIVADO Y CONFIDENCIAL**

Sr. Hugo Lavados Montes  
Presidente del Directorio  
AFP Cuprum S.A.

De nuestra consideración,

De acuerdo a nuestra propuesta de servicios profesionales y a las conversaciones mantenidas con ustedes, tenemos el agrado de presentarle a AFP Cuprum S.A. nuestro reporte borrador respecto de la asesoría en la determinación de la ecuación de canje entre AFP Cuprum y Principal Institutional Chile S.A. sobre la base de información al 30 de junio de 2014 (en adelante “Fecha de valorización”).

Hemos considerado y confiado en la información provista, la cual creemos es fiable, completa y no ha sido manipulada por el cliente. No podemos garantizar que nuestra revisión ha revelado todos los temas que una auditoría o una revisión exhaustiva pudiese revelar. Por lo tanto, nosotros no hemos verificado, y no asumimos responsabilidad por la veracidad e integridad de la información provista.

El presente informe se presenta para uso exclusivo de lo estipulado en nuestra propuesta de servicios, y no puede ser usado para otros fines sin antes contar con la aprobación por escrito de KPMG.

Saluda atentamente a usted,

Mario Torres S.  
Socio, Auditoría

Daniel Pérez B.  
Socio, Transactions & Restructuring

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 Institutional 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 Institutional 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 Institutional 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 Institutional Chile S.A. CLP 642.510 millones.
- Valor del Patrominio 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 Institutional 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.

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 Institutional 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 al 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 Institutional.

### 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**



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.

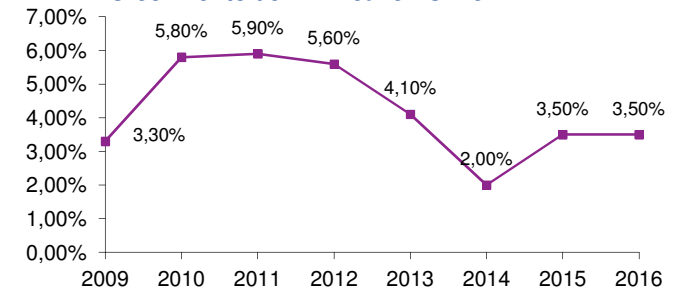
De acuerdo a estimaciones que realiza el Banco Central, el crecimiento del PIB fue de 5,6% en 2012, 4,1% en 2013 y se estima en un 3% para el 2014. Además proyecta un crecimiento entre un 3,0% y 4,0% para el 2015 y 2016 respectivamente.

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.

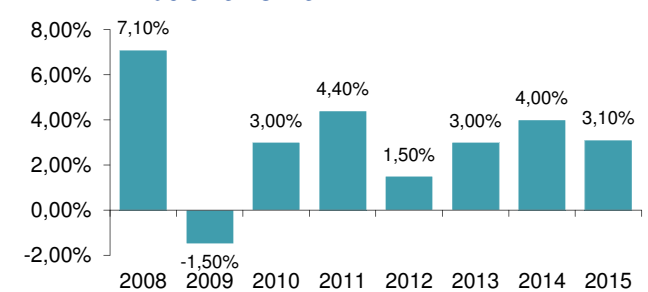
Para el año 2013, la inflación promedio coincidió con la meta inflacionaria del Banco Central de 3%. Éste estima que llegará cercana al 4% para 2014 y a 3% en el 2015. Cabe destacar que al examinar la inflación de los últimos seis meses, se aprecia que su incremento se orienta a la inflación subyacente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

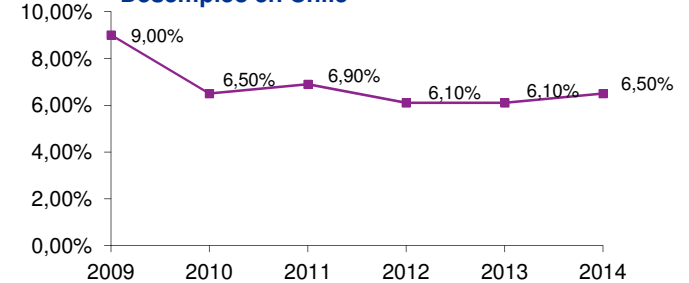
**Crecimiento del PIB real en Chile**



**Inflación en Chile**



**Desempleo en Chile**



Fuente: Banco Central de Chile, INE

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

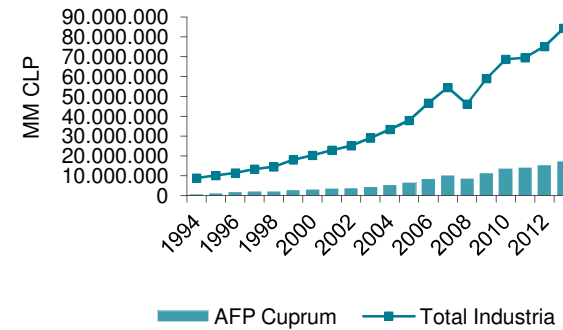
Las AFPs o administradores de fondo de pensiones son instituciones financieras privadas que destinan sus actividades a administrar los fondos y ahorros de pensiones de sus clientes. Una vez que finalizado el periodo laboral de sus clientes, este termino se puede orientar por motivos de vejez, invalidez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

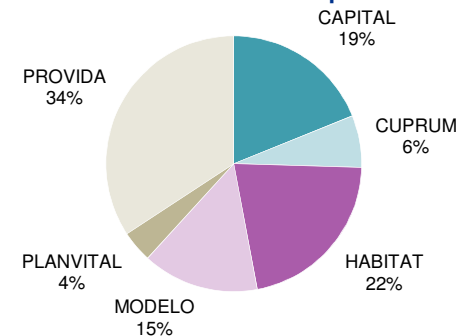
- Capital
- Hábitat
- Planvital
- Cuprum
- Modelo
- Próvida

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 afiliados y la obtención de montos recibidos mensualmente.

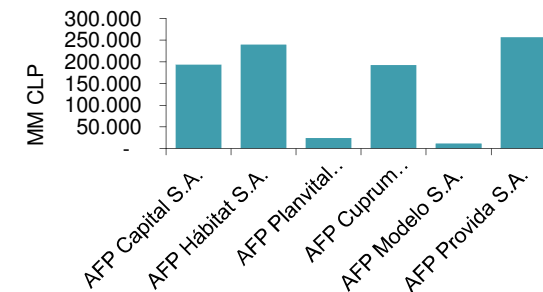
Adicionalmente, las AFP están obligada a tener reservas obligatorias o encaje como un porcentaje del AUM.

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

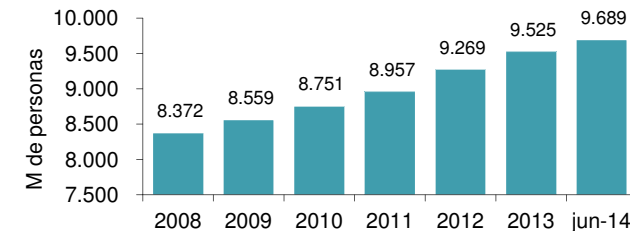
### Afiliados y cotizantes

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.

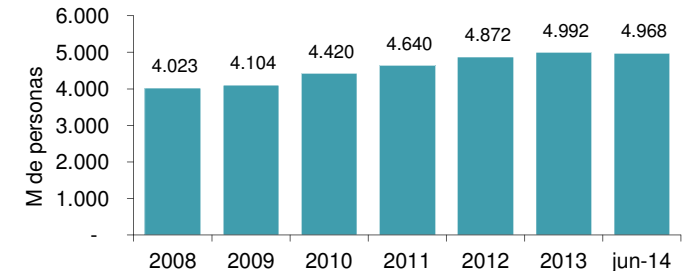
Montos de Encaje por AFP (Junio, 2014)



Total de afiliados (Junio, 2014)



Total de cotizantes (Junio, 2014)



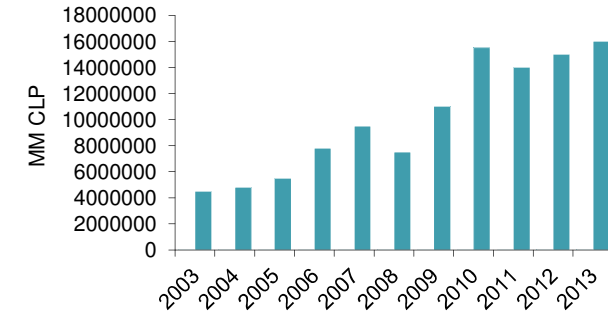
Fuente: SAFP

**Descripción de las  
compañías a valorar**

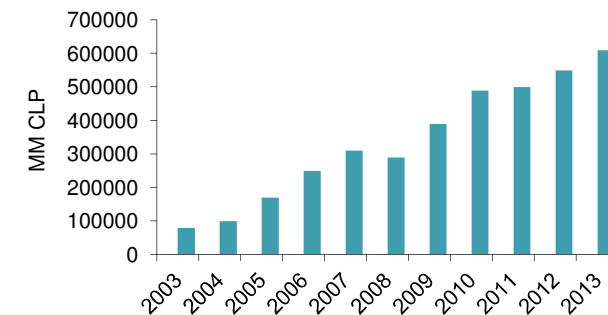
AFP Cuprum S.A., formada en 1981, lleva 33 años en el negocio de la administración de fondos de pensiones. Sus negocios se encuentran definidos por ley, y son los siguientes:

- 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.

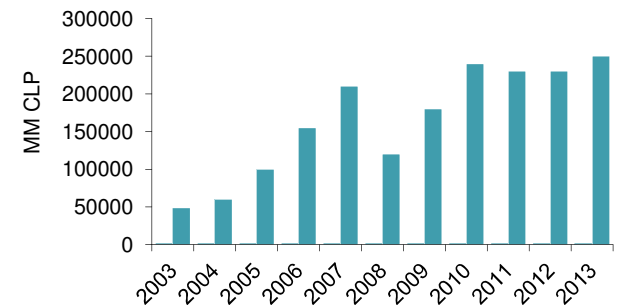
**Evolución de los fondos (2003 - 2013)**



**Evolución de los saldos APV (2003 - 2013)**



**Evolución de los saldos CAV (2003 - 2013)**



Fuente: Memoria Cuprum 2013

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 incorpóralos, 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 información provista en los últimos dos años estos son aproximadamente un 0,8% de los ingresos por comisiones.



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.

### 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.

### 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.



## Valoración Estados Financieros y Flujo de Caja Proyectados

Cuprum - Valuation (miles de CLP)	Actual - 6M jun-14	Plan - 6M dic-14	Plan dic-15	Plan dic-16	Plan dic-17	Plan dic-18	Plan dic-19	Plan dic-20	Plan dic-21	Plan dic-22	Plan dic-23	Plan dic-24
<b>Flujo de Caja Descontado</b>		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)	
<b>Free Cash Flow</b>		<b>29.260.168</b>	<b>54.014.190</b>	<b>52.212.618</b>	<b>55.650.969</b>	<b>54.947.417</b>	<b>45.686.098</b>	<b>50.073.510</b>	<b>54.907.763</b>	<b>60.166.167</b>	<b>65.517.245</b>	<b>69.638.092</b>
<b>Terminal Value</b>												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
<b>Flujo de caja descontado</b>		<b>28.500.530</b>	<b>48.640.568</b>	<b>42.352.706</b>	<b>40.662.433</b>	<b>36.169.703</b>	<b>27.093.103</b>	<b>26.748.390</b>	<b>26.420.333</b>	<b>26.081.581</b>	<b>25.586.696</b>	<b>339.010.012</b>

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

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

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

Sensibilización del Patrimonio (MM CLP)				
		Tasa de Descuento		
		10,0%	11,0%	12,0%
Crecimiento (g)	2,5%	719.943	634.393	567.086
	3,0%	748.296	<b>654.600</b>	581.933
	3,5%	781.011	677.502	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

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.

Principal Institucional Chile S.A. Estados Financieros Miles CL P- Nominales	A/Disminución jun-2014	Reducción de Capital	D/Disminución jun-2014
<b>ACTIVO</b>			
<b>Activo corriente</b>			
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
<b>Total activo corriente</b>	<b>50.747.313</b>	<b>(49.375.578)</b>	<b>1.371.735</b>
<b>Activo no corriente</b>			
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
<b>Total Activo no corriente</b>	<b>788.509.786</b>	<b>(48.562.300)</b>	<b>739.947.486</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>839.257.099</b>	<b>(97.937.878)</b>	<b>741.319.221</b>
<b>PASIVO</b>			
<b>Pasivo corriente</b>			
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
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>1.719.877</b>	<b>-</b>	<b>1.719.877</b>
<b>Pasivo no corriente</b>			
Pasivos por impuestos diferidos	52.672.321		52.672.321
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>52.672.321</b>	<b>-</b>	<b>52.672.321</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>54.392.198</b>	<b>-</b>	<b>54.392.198</b>
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
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>784.864.901</b>	<b>(97.937.878)</b>	<b>686.927.023</b>
<b>TOTAL PASIVO y PATRIMONIO</b>	<b>839.257.099</b>	<b>(97.937.878)</b>	<b>741.319.221</b>
<b>Menos</b>			
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)
<b>Valor Patrimonio despues de eliminaciones</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>439.866</b>

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

Dicha disminución de capital se está considerando de manera retroactiva a la fecha de la valorización 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.

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.

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.

Valor Patrimonio Cuprum (MM CLP)			
g	WACC		
	10,00%	11,00%	12,00%
2,5%	719.943	634.393	567.086
3,0%	748.296	<b>654.600</b>	581.933
3,5%	781.011	677.502	598.526

Valor Patrimonio PIC (MM CLP)			
g	WACC		
	10,0%	11,0%	12,0%
2,5%	706.179	622.820	557.238
3,0%	733.806	<b>642.510</b>	571.704
3,5%	765.683	664.825	587.872

Valor Accion Cuprum (CLP/acción)			
g	WACC		
	10,0%	11,0%	12,0%
2,5%	40.147	35.376	31.623
3,0%	41.728	<b>36.503</b>	32.451
3,5%	43.552	37.780	33.376

N° acciones 17.932.790

Valor Accion PIC (CLP/acción)			
g	WACC		
	10,0%	11,0%	12,0%
2,5%	56,45	49,78	44,54
3,0%	58,66	<b>51,36</b>	45,70
3,5%	61,20	53,14	46,99

N° acciones 12.510.515.397

Relación de canje (n°acc. PIC por cada acción Cuprum)			
g	WACC		
	10,0%	11,0%	12,0%
2,5%	711,23	710,60	709,96
3,0%	711,41	<b>710,76</b>	710,12
3,5%	711,60	710,94	710,28

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.**

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
  - $\beta$  = el factor beta, es la medida del riesgo sistemático de un activo particular en relación al riesgo del portafolio de todos los activos riesgosos.
  - $\alpha$  = 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 ( $\alpha$ ), el cual toma en consideración factotes 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	Comparables 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
$K_e$	10,0%	Cost of Equity, USD
$K_d$	6,0%	Cost of debt, USD
<b>WACC Nominal, USD</b>	<b>10,0%</b>	
USA CPI	2,1%	Projected LT inflation
Chile CPI	3,0%	Projected LT inflation
<b>WACC Nominal Chile</b>	<b>11,0%</b>	

A blue trapezoidal shape, wider at the top, with a white text label 'Anexos' centered inside. The shape is filled with a solid blue color and has a white border.

**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