



VALORACIÓN CAP S.A.

VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Felipe Armesto Romero

Profesor Guía: Juan Pablo Miranda Nériz

Santiago, Enero 2015

A nuestros familiares y seres queridos; por su apoyo, paciencia y principalmente por el tiempo que no les pudimos dedicar, pero que generosamente nos entregaron para lograr este objetivo.

TABLA DE CONTENIDOS

| | |
|---|----|
| PORTADA | 1 |
| AGRADECIMIENTOS | 2 |
| TABLA DE CONTENIDOS | 3 |
| ÍNDICE DE FIGURAS | 5 |
| RESUMEN EJECUTIVO | 6 |
| CAPÍTULO 1: METODOLOGÍA | 7 |
| 1. Método de Múltiplos | 7 |
| CAPÍTULO 2: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA | 9 |
| 2.1. Grupo CAP en una mirada | 9 |
| 2.2. Ficha de la empresa | 10 |
| 2.3. Fichas empresas comparables | 11 |
| CAPÍTULO 3: DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE CAP S.A. | 14 |
| 3.1. Financiamiento vía bonos | 14 |
| CAPÍTULO 4: ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE CAP S.A. | 16 |
| 4.1. Deuda financiera | 16 |
| 4.2. Patrimonio económico | 16 |
| 4.3. Estructura de capital objetivo | 17 |
| CAPÍTULO 5: ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE CAP S.A. | 19 |
| 5.1. Estimación del beta patrimonial de la acción | 19 |
| 5.2. Estimación del costo de capital | 21 |
| 5.2.1. Costo de la deuda (k_b) | 21 |
| 5.2.2. Beta de la deuda (β_b) | 21 |
| 5.2.3. Beta de la acción ($\beta_p^{C/D}$) | 22 |
| 5.2.4. Beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$) | 22 |
| 5.2.5. Beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{C/D}$) | 23 |
| 5.2.6. Costo patrimonial (k_p) | 23 |
| 5.2.7. Costo de capital (k_0) | 24 |
| CAPÍTULO 6: ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA | 25 |

| | |
|--|----|
| 6.1. Análisis de crecimiento | 25 |
| 6.2. Análisis de costos de operación | 29 |
| 6.3. Análisis de cuentas no operacionales | 30 |
| 6.4. Análisis de activos | 30 |
| CAPÍTULO 7: PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS | 33 |
| 7.1. Proyección de ingresos de operación | 33 |
| 7.2. Proyección de costos de operación | 37 |
| 7.3. Proyección resultado no operacional | 38 |
| 7.4. Estados de Resultados proyectados | 39 |
| CAPÍTULO 8: PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE | 41 |
| 8.1. Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles | 41 |
| 8.2. Inversión de reposición | 41 |
| 8.3. Nuevas inversiones (activo fijo) | 41 |
| 8.4. Inversión en capital de trabajo | 42 |
| 8.5. Estimación de déficit o exceso de capital de trabajo | 43 |
| 8.6. Activos prescindibles al 30 de Junio de 2014 | 44 |
| 8.7. Deuda financiera al 30 de Junio de 2014 | 44 |
| 8.8. Flujo de Caja Libre proyectado | 44 |
| CAPÍTULO 9: VALORACIÓN DE CAP S.A. POR MÚLTIPLOS | 46 |
| CONCLUSIONES | 49 |
| 1. Método de Valoración por Múltiplos | 49 |
| 2. Comentarios finales | 50 |
| BIBLIOGRAFÍA | 51 |
| ANEXO 1: ESTADOS FINANCIEROS DE CAP S.A. | 52 |
| ANEXO 2: ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL DE LA ACCIÓN | 56 |
| ANEXO 3: VALORES DE CONVERSIÓN | 65 |
| ANEXO 4: PRECIOS MENSUALES DEL HIERRO – PERÍODO ENERO 2013 / ENERO 2015 | 66 |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | | |
|-------------|---|----|
| FIGURA 6.1: | Tasa de crecimiento real Compañía Minera del Pacífico, período 2010 – 30 Junio 2014 | 25 |
| FIGURA 6.2: | Tasa de crecimiento real Compañía Siderúrgica Huachipato, período 2010 – 30 Junio 2014 | 26 |
| FIGURA 6.3: | Tasa de crecimiento real CINTAC, período 2010 – 30 Junio 2014 | 26 |
| FIGURA 6.4: | Tasa de crecimiento real CAP S.A., período 2010 – 30 Junio 2014 | 27 |
| FIGURA 6.5: | Tasa de crecimiento real industria del Hierro (Minería), período 2010 - 2013 | 27 |
| FIGURA 6.6: | Tasa de crecimiento real industria del Acero, período 2010 - 2013 | 28 |
| FIGURA 6.7: | Comparación tasa de crecimiento real CAP S.A. versus la industria del Hierro y Acero, período 2010 - 2013 | 28 |
| FIGURA 6.8: | Comparación tasa de crecimiento proyectada CAP S.A. versus la industria del Hierro y Acero, período 2014 - 2018 | 29 |
| FIGURA 7.1: | Proyección ingresos Compañía Minera del Pacífico (CMP) 2010 – 2018 | 35 |
| FIGURA 7.2: | Proyección ingresos Compañía Siderúrgica Huachipato (CSH) 2010 – 2018 | 35 |
| FIGURA 7.3: | Proyección ingresos CINTAC 2010 – 2018 | 36 |
| FIGURA 7.4: | Proyección ingresos CAP S.A. 2010 – 2018 | 36 |
| FIGURA 7.5: | Proyección Costos de Operación CAP S.A. 2010 – 2018 | 38 |
| FIGURA 7.6: | Proyección Resultado no Operacional CAP S.A. 2010 – 2018 | 39 |

RESUMEN EJECUTIVO

CAP es el principal productor de mineral de Hierro del país y de la costa del Pacífico Sudamericano, siendo ésta la única firma del país que extrae, procesa y produce bienes, como el Acero, tanto para Chile como para el extranjero, donde residen sus competidores (Australia, U.S.A. y Ucrania). Actualmente la firma posee diversas inversiones, las cuales han sido financiadas en parte por bonos corporativos a 10 y 30 años. Adicionalmente, la deuda financiera de la firma ha aumentado en los últimos años, mientras que el patrimonio bursátil de la firma ha disminuido considerablemente debido a la caída progresiva en el valor de la acción. Esto ha llevado a un aumento del grado de apalancamiento de la empresa, considerando que la razón deuda a patrimonio (B/P) pasó de 0,13 (2010) a 0,56 (2014), afectando el cálculo de la tasa de Costo de Capital. El Beta calculado por CAPM de la firma sufrió un aumento en los últimos 3 años, reflejando en parte el mayor riesgo que sostiene el accionista y luego de desapalancar y apalancar dicho Beta, ocupando la metodología de Rubinstein (1973), se calculó el costo patrimonial combinando el costo de la deuda de los bonos, ocupando la fórmula de Modigliani y Miller (1963), para determinar finalmente el costo de capital.

CAP no ha tenido buenos resultados en los últimos años debido a la caída en los ingresos operacionales provenientes de las áreas de producción y procesamiento de acero, explicado a su vez por una mayor oferta desde China. Este escenario negativo obligó a la empresa a reestructurar sus operaciones acereras y efectuar ajustes contables que, sumado a la caída de los ingresos, afectaron sus utilidades. En base a lo anterior, y dados los supuestos empleados, las proyecciones de los Estados de Resultados mantuvo parte de esta tendencia negativa que a la postre significó Flujos de Caja Libre negativos, afectando el valor de la firma. Si no fuera por el valor económico de sus activos, CAP presentaría peores resultados de lo que se puede apreciar en el trabajo, y si a esto se agrega la caída en el precio de la acción durante los últimos años, y el año 2014 en particular, todo suma para concluir que la valoración por Múltiplos de esta empresa arroja que el precio de la acción al 30 de Junio de 2014 se encontraba, lo cual es coherente con el precio actual en 2015, que es menor incluso a lo que se calculó en el trabajo.

CAPÍTULO 1

METODOLOGÍA

1. Método de Múltiplos

Esta metodología toma el supuesto de que el mercado en promedio valora de manera eficiente los activos financieros, es decir, ocupando toda la información y que los precios de dichos activos reflejan toda la información disponible en el mercado. Con esto se puede tomar una empresa y comparar su valor con otras compañías, las que idealmente deben competir en una misma industria o sector productivo y de ser posible estar en un mercado con muchos actores y ser equivalentes en términos de tamaño, riesgo, beneficios, tecnología, etc.. La idea es comparar el promedio del múltiplo del sector o de las firmas comparables con el de la empresa en cuestión, y corroborar si la valoración de sus acciones es correcta respecto del precio de la acción en el mercado a la fecha que se realice el estudio.

En este trabajo se emplearán 3 tipos distintos de múltiplos: Ganancias, Ingresos y Valor Libro, ya que es necesario corroborar de distintas formas si es que la valoración de la empresa (en este caso, CAP S.A.) es la correcta, ó bien se encuentra sobre ó sub valorada respecto de lo que el mercado actualmente estima.

Los múltiplos de ganancias serán el Price-Earning ratio (o PE), ratio que busca la relación entre el precio por acción y la utilidad por acción, en un sector económico donde todas las compañías son similares en varios aspectos, por lo que deberían tener en promedio valores cercanos de múltiplos y al calcular el valor de la firma, luego calculando el precio de la acción será posible comparar si la valoración actual es la correcta o no. Ocupando la misma metodología existen otros múltiplos comparables como el Valor firma a EBITDA (EV/EBITDA), donde nuevamente empresas similares deberían tener una relación valor bursátil a EBITDA parecida. Por último, se utilizará el valor firma a Ebit (EV/EBIT), similar al análisis anterior. Estos múltiplos ocupan partidas muy relacionadas a los resultados de la empresa, ya que si la firma obtiene malos resultados (caída en el EBITDA o derechamente pérdidas) esto afectara el valor de la compañía.

Los múltiplos de valor libro ocupan las partidas relacionadas a aportes de capital y atribuibles a los propietarios de la firma. La idea es que empresas con aportes parecidos deberían en promedio ser capaces de generar resultados parecidos o al menos relativos a esos aportes. Los múltiplos que se utilizarán serán el Price to book values (PBV) y el Value to Book ratio.

Por último, los múltiplos de ingresos relacionan partidas directamente relacionadas con ese concepto, como son las ventas versus partidas de mercado, como el valor de la acción. Para efectos de esta valoración, se ocuparán los múltiplos Price to sales Ratio (PS) y el Enterprise to sales value (VS).

En los 3 casos se calculará el valor de la acción que CAP S.A. debería haber tenido en una fecha determinada, comparando luego sus resultados por separado y como promedio con el valor bursátil, a fin de determinar si el valor de la acción era el correcto o no.

CAPÍTULO 2

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1. Grupo CAP en una mirada

Grupo CAP es el principal productor de minerales de hierro y pellets en la costa americana del Pacífico, el mayor productor siderúrgico en Chile y el más importante procesador de acero del Cono Sur.

En la actualidad cuenta con diversas operaciones distribuidas a lo largo del país, constituyéndose en la única empresa en Chile presente en toda la cadena de valor ferrífera, desde la minería del hierro (CAP Minería), producción siderúrgica (CAP Acero) hasta la elaboración de soluciones en acero (CAP Procesamiento de Acero), para satisfacer las necesidades de sus múltiples clientes nacionales y extranjeros.

Sus minerales son exportados principalmente a los mercados asiáticos, a la vez que sus productos y soluciones constructivas en acero se encuentran presentes en Chile, Argentina y Perú.

La empresa declara que su misión es: *“Liderar los negocios en los que participamos, creando valor sustentable tanto en la minería del hierro, como en la siderurgia y el procesamiento de acero. Nuestra misión es ofrecer productos y soluciones innovadoras a nuestros clientes, buscar la excelencia operacional y ambiental, y privilegiar el desarrollo de las personas como factor determinante del éxito”*.

Por otra parte, en su visión declaran buscar ser actores relevantes a nivel regional, capaces de crecer para responder oportunamente a la evolución de los requerimientos de los mercados en que están presentes. Así también, continuar contribuyendo al desarrollo de las comunidades donde se ubican sus operaciones y al progreso de Chile.

2.2. Ficha de la empresa

A continuación se presenta un cuadro descriptivo de la empresa, con el fin de contextualizar el negocio en que se encuentra:

| | |
|-------------------|---|
| Razón Social | CAP S.A. |
| Rut | 91.297.000 - 0 |
| Nemotécnico | CAP |
| Industria | Minería y Acero |
| Regulación | S.V.S., SERNAGEOMIN |
| Tipo de Operación | Grupo CAP es el principal productor de minerales de hierro y pellets en la costa americana del Pacífico, el mayor productor siderúrgico en Chile y el más importante procesador de acero del Cono Sur. |
| Filiales | <ul style="list-style-type: none"> • Compañía Minera del Pacífico S.A. (extracción de hierro). • Compañía Siderúrgica Huachipato S.A. (producción de acero). • Cintac S.A. (procesamiento de acero). |

Respecto a la propiedad de CAP, al 30 de Junio de 2014 la empresa tenía 4.104 accionistas, siendo la Sociedad de Inversiones INVERCAP S.A. quién posee la calidad de controlador de la compañía, con un 31,32% de la propiedad. A continuación se presenta un cuadro con los 12 mayores accionistas de CAP:

| 12 Mayores accionistas | Número de acciones suscritas | % de propiedad |
|--|------------------------------|----------------|
| INVERCAP S.A. | 46.807.364 | 31,32% |
| MITSUBISHI CORPORATION | 28.805.943 | 19,27% |
| BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS CA | 7.525.096 | 5,04% |
| BANCO ITAU POR CTA.DE INV. EXTRANJEROS | 6.417.198 | 4,29% |
| BANCO SANTANDER CHILE PARA INV.EXTRANJEROS | 4.073.957 | 2,73% |
| FUNDACION CAP | 3.288.069 | 2,20% |
| BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A. | 3.044.355 | 2,04% |
| LARRAIN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA | 2.743.789 | 1,84% |
| A.F.P. CAPITAL S.A. FONDO TIPO C | 1.531.262 | 1,02% |
| SOUTH PACIFIC INVESTMENTS S.A. | 1.319.051 | 0,88% |
| A.F.P. HABITAT S.A. FONDO TIPO C | 1.319.017 | 0,88% |
| BTG PACTUAL CHILE S.A. CORREDORES DE BOLSA | 1.267.975 | 0,85% |

2.3. Fichas empresas comparables

Uno de los métodos de valoración a utilizar en el presente trabajo será el de múltiplos, para lo cual se deben obtener valores de la industria. Para estos efectos, la industria estará compuesta por empresas comparables a CAP.

En base a lo declarado por el Presidente y Gerente General de la compañía¹, se determinó que las empresas comparables con CAP son las siguientes:

| | |
|---|---|
| Nombre de la Empresa | Vale |
| Ticker o Nemo-técnico | <ul style="list-style-type: none">• VALE3 y VALE5 (en BOVESPA)• VALE y VALE.P (en NYSE)• VALE3 y VALE5 (en EURONEXT)• XVALO y XVALP (en BMAD)• 6210 y 6230 (en SEHK)• INCO (en IDX) |
| Mercado donde transa sus acciones | Bolsa de Valores de Sao Paulo, New York Stock Exchange, Euronext, Bolsa de Madrid, Hong Kong Stock Exchange, Indonesia Stock Exchange. |
| Descripción de la Empresa (Perfil) | Empresa multinacional brasileña dedicada a la minería, energía, siderúrgica y logística, siendo una de las mayores operadoras de Brasil en este último rubro. Es la tercera compañía minera más grande del mundo, la mayor productora mundial de Hierro y la segunda en Niquel. |
| Sector e Industria (Clasificación Industrial) | Minería, logística, energía y siderúrgica. |
| Negocios en que se encuentra | Minería de hierro y carbón, fabricación de acero, energía, logística. |

¹ <http://www.cap.cl/roberto-de-andraca-no-hay-riesgo-de-cierre-o-quebra-de-cap/>

| | |
|---|---|
| Nombre de la Empresa | Fortescue Metals Group Ltd. |
| Ticker o Nemo-técnico | <ul style="list-style-type: none"> • FMG (en ASX) • FSUGY (en OTCQX) |
| Mercado donde transa sus acciones | Australian Securities Exchange, OTC Markets Group. |
| Descripción de la empresa (Perfil) | Empresa australiana dedicada a la minería del hierro. Es la cuarta mayor productora de hierro a nivel mundial. Concentra sus operaciones en la región de Australia Occidental, con terrenos de una extensión cercana a los 87.000 km ² . |
| Sector e industria (Clasificación Industrial) | Minería y Siderúrgica. |
| Negocios en que se encuentra | Minería de hierro y fabricación de acero. |

| | |
|---|--|
| Nombre de la Empresa | Cliffs Natural Resources |
| Ticker o Nemo-técnico | CLF (en NYSE) |
| Mercado donde Transa sus acciones | New York Stock Exchange. |
| Descripción de la Empresa (Perfil) | Empresa norteamericana dedicada a la minería del hierro y del carbón. Concentra sus operaciones en Estados Unidos (Michigan, Minnesota, West Virginia y Alabama), el este de Canadá y el oeste de Australia. |
| Sector e Industria (Clasificación Industrial) | Minería. |
| Negocios en que se encuentra | Minería de hierro y carbón. |

| | |
|---|---|
| Nombre de la Empresa | Atlas Iron |
| Ticker o Nemo-técnico | AGO (en ASX) |
| Mercado donde Transa sus acciones | Australian Securities Exchange. |
| Descripción de la Empresa (Perfil) | Empresa australiana dedicada a la minería del hierro. Concentra sus operaciones en el oeste de Australia, explotando 4 minas. |
| Sector e Industria (Clasificación Industrial) | Minería. |
| Negocios en que se encuentra | Minería de hierro. |

| | |
|---|---|
| Nombre de la Empresa | Ferrexpo plc |
| Ticker o Nemo­técnico | FXPO (en LSE) |
| Mercado donde Transa sus acciones | London Stock Exchange. |
| Descripción de la Empresa (Perfil) | Empresa suiza dedicada a la minería del hierro. Concentra sus operaciones en Ucrania. |
| Sector e Industria (Clasificación Industrial) | Minería. |
| Negocios en que se encuentra | Minería de hierro. |

CAPÍTULO 3
DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE CAP S.A.

3.1. Financiamiento vía bonos

Al 30 de Junio de 2014, CAP S.A. tenía emitidos dos series de bonos: el primer bono colocado en el mercado nacional a 10 años con vencimiento el 2018, tipo Bullet, con cupones pagaderos semestralmente a tasa libor + 2,25%, el cual fue emitido para inversiones de la firma y tiene rating promedio A+. El segundo bono fue colocado en el mercado norteamericano en dólares a 30 años con vencimiento el 2036, tipo Bullet, con cupones pagaderos semestralmente a tasa 7,375%, el cual fue emitido para sustitución de pasivos e inversiones y tiene rating promedio BBB-. El detalle de ambos bonos se presenta a continuación:

| | Observaciones |
|---|---|
| Bono | Serie F |
| Nemotécnico | BCAPS-F |
| Fecha de Emisión | 15.MAY.2008 |
| Valor Nominal (VN o D) | 171.480.000 |
| Moneda | USD |
| Tipo de Colocación | Nacional |
| Fecha de Vencimiento | 15.MAY.2018 |
| Tipo de Bono | Bullet |
| Tasa Cupón (kd) | Libor 180 días + 2,25% |
| Periodicidad | Semestral |
| Número de pagos (N) | 20 |
| Periodo de Gracia | No. |
| Motivo de la Emisión | Inversiones. |
| Clasificación de Riesgo | Feller-Rate: A+ / Fitch Ratings: A+ |
| Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb) | 5,41% (*) |
| Precio de venta el día de la emisión. | 166.009.754 (T/C al 15.MAY.2008: \$ 468,53) |
| Valor de Mercado | 175.615.675 (transado bajo la par). Valor más reciente transado: 172.706.075 (T/C al 30.JUN.2014: \$ 550,60) |

(*) Fuente: Página web SVS (Inicio / Mercado de Valores / Entidades fiscalizadas / Emisores de Valores de Oferta Pública / Estadísticas / Bonos Corporativos: colocación y deuda vigente / Archivo Excel año 2008).

| | Observaciones |
|---|---|
| Bono | Serie única. |
| Nemotécnico | Bonos colocados en Estados Unidos |
| Fecha de Emisión | 18.SEP.2006 |
| Valor Nominal (VN o D) | 63.638.000 |
| Moneda | USD |
| Tipo de Colocación | Extranjera |
| Fecha de Vencimiento | 15.SEP.2036 |
| Tipo de Bono | Bullet |
| Tasa Cupón (kd) | 7,375% |
| Periodicidad | Semestral |
| Número de pagos (N) | 60 |
| Periodo de Gracia | No. |
| Motivo de la Emisión | Sustitución de pasivos e inversiones. |
| Clasificación de Riesgo | Standard & Poor's: BBB- Fitch: BBB- |
| Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb) | 99,761% (*) |
| Precio de venta el día de la emisión. | 63.485.905 |
| Valor de Mercado | Valor más reciente transado: 65.296.440 (T/C al 30.JUN.2014: \$ 550,60) |

(*) Fuente: Memoria CAP S.A. año 2006, página 75.

CAPÍTULO 4
ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE CAP S.A.

4.1. Deuda financiera

Para determinar la deuda financiera de CAP, primeramente se descargaron los Estados Financieros anuales de la empresa (EE.FF.), desde el año 2010 al 30 de Junio de 2014, los cuales están expresados en dólares y ordenados bajo la norma IFRS. Luego, para hacerlos comparables, se convirtieron a pesos y posteriormente a Unidades de Fomento (UF). Los Estados Financieros para los periodos señalados se presentan en Anexo 1.

Finalmente, para determinar el valor de la deuda financiera se tomaron los valores correspondientes a las cuentas "Otros pasivos financieros" (corrientes y no corrientes) de los Estados de Situación Financiera Consolidados. Según las notas a los EE.FF., estas cuentas reúnen todos los préstamos que devengan intereses. Como resultado de lo anterior, la Deuda Financiera (en UF) de la empresa para los años 2010 al 2014 es el siguiente:

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014* |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Deuda Financiera (UF) | 21.848.993,18 | 14.686.047,16 | 15.059.165,79 | 20.930.070,35 | 27.461.758,32 |

*al 30 de Junio.

Cómo aspecto relevante, se puede apreciar que la deuda financiera aumentó a casi el doble (87%) desde el año 2011 al 2014.

4.2. Patrimonio económico

Para determinar el patrimonio económico, se multiplicó el número de acciones suscritas por su valor bursátil al 31 de Diciembre de cada año, entre el 2010 y 2013, y al 30 de Junio para el año 2014. Durante este período la empresa ha mantenido sólo una clase de acciones.

Finalmente, el valor obtenido en pesos se convirtió a UF, dando como resultado los siguientes valores:

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014* |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| Patrimonio Económico (UF) | 173.788.618,53 | 127.266.017,24 | 105.048.627,48 | 64.103.614,92 | 48.730.057,46 |

*al 30 de Junio.

En el cuadro se observa una caída de un 72% en el patrimonio económico desde el año 2010 a Junio de 2014. Dado que el número de acciones se ha mantenido igual desde el 2010, la variación anterior se explica por la caída en el precio de la acción de CAP, de \$ 24.950 en diciembre de 2010 a \$ 7.833,30 en Junio de 2014.

4.3. Estructura de capital objetivo

Para determinar la estructura de capital objetivo, se calcularon los siguientes ratios:

- Razón de endeudamiento de la empresa (B/V) para cada año, donde “B” es la deuda de mercado y “V” el valor de mercado de CAP (B+P). Se tomó como supuesto que la deuda financiera era igual a la deuda de mercado.
- Razón de patrimonio a valor de empresa (P/V) para cada año, donde “P” es el patrimonio económico.
- Razón de deuda a patrimonio de la empresa (B/P) para cada año.

Luego, en base a los resultados obtenidos, se estableció la siguiente estructura de capital objetivo:

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014* | Tendencia |
|------------|------|------|------|------|-------|-----------|
| B/V | 0,11 | 0,10 | 0,13 | 0,25 | 0,36 | 0,38 |
| P/V | 0,89 | 0,90 | 0,87 | 0,75 | 0,64 | 0,62 |
| B/P | 0,13 | 0,12 | 0,14 | 0,33 | 0,56 | 0,58 |

*al 30 de Junio.

Por lo general, para este tipo de análisis se emplea la mediana ó promedio simple, pero dado el claro comportamiento de los ratios a contar del año 2011, se estimo que para este caso sería más conveniente emplear una medida de tendencia ya que, de no mediar un cambio en el mercado asociado al valor de la acción (que impacta el valor de “P”), los ratios B/V y B/P seguirán aumentando y P/V seguirá disminuyendo.

CAPÍTULO 5

ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE CAP S.A.

5.1. Estimación del beta patrimonial de la acción

Para determinar el beta patrimonial, primero se tomaron los precios semanales de la acción de CAP desde 1 Julio de 2008 al 30 Junio de 2014. A continuación, se descargaron los precios semanales del índice IGPA en el mismo rango de fechas. Los precios considerados fueron los registrados al cierre del día Viernes de cada semana.

Una vez obtenidos los precios, se calcularon los retornos semanales para la acción y para el IGPA. Utilizando 105 retornos, se estimó el beta de la acción para los años 2010 al 2014 (al 30 de Junio de cada año).

Finalmente, se consultó la presencia bursátil de la acción en la Bolsa de Santiago al 30 de Junio de cada año.

Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Beta de la Acción | 2,061080638 | 1,571621909 | 1,544255582 | 1,792235008 | 1,733036016 |
| P-Value (Significancia) | 2,47554E-24 | 1,84218E-17 | 1,62364E-21 | 6,94003E-24 | 3,55902E-14 |
| Presencia Bursátil | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Se puede apreciar que el Beta, calculado por la metodología de mercado, presenta una disminución drástica entre el 2010 y 2011, para luego permanecer estable y volver a subir el año 2013. Esto puede ser explicado por la evolución del patrimonio económico de la firma y de su deuda financiera¹. El primero disminuyó de manera sustancial durante el período 2010 – 2014, experimentando una caída de más de un 70% respecto del año 2010, mientras que la deuda tuvo

¹ Ver Capítulo 4: "ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE CAP S.A."

un comportamiento similar al del Beta, es decir, disminuyó en forma importante entre 2010 y 2011, luego se mantuvo estable para después volver a crecer entre 2013 y 2014.

Al recordar que el Beta es un indicador de la sensibilidad entre el retorno de la acción y el retorno de mercado, y que a su vez el cálculo de CAPM muestra el retorno exigido por un accionista dada esta sensibilidad, al tomar en cuenta que la participación de los accionistas (patrimonio) en el ratio B/P fue constante entre 2010 y 2012, para luego aumentar significativamente en los últimos años del rango, las variaciones del Beta se explican por la fuerte caída del valor económico del patrimonio (1,57 en 2011 a 1,79 en 2013), lo cual implica un riesgo para el accionista ya que la importancia relativa del patrimonio disminuyó y el de la deuda aumentó. Dado que primero se debe pagar la deuda, para compensar el aumento del riesgo para el accionista se debe exigir mayor rentabilidad a la acción, lo cual se refleja en el aumento del Beta.

Respecto al valor del Beta en 2010, es preciso señalar que la data histórica que permitiría su interpretación escapa del alcance fijado para este trabajo. No obstante, se estima que la disminución del Beta entre los años 2010 y 2011 está explicada por el incremento en los ingresos de CAP¹ producto de la reconstrucción post terremoto, sumado a la disminución de la deuda² y los efectos de la recuperación económica del mercado post crisis sub prime.

En toda regresión es muy importante la significancia estadística de las variables Beta que acompañen a las variables independientes. Para poder corroborar dicha significancia comúnmente se emplean el test-t y el p-value. Ambos valores vienen de la hipótesis nula de que el coeficiente Beta es cero. En este caso, se busca que el valor no sea cero, ya que de lo contrario sería imposible calcular los valores de k_p (costo patrimonial) y k_0 (costo de capital). Para poder rechazar la hipótesis nula de que el valor del coeficiente Beta sea cero es necesario que el valor del test-t sea mayor a 1,96 ó que el p-value sea menor a 0,05. Los resultados de la regresión indican que el p-value fue menor a 0,05, lo cual permite aseverar que el valor encontrado del coeficiente Beta es distinto de cero, corroborándose la significancia estadística de las variables Beta.

¹ Ver gráficos de crecimiento entre los años 2010 y 2011 de la Compañía Siderúrgica Huachipato, CINTAC y CAP S.A. en sección 6.1 "Análisis de crecimiento".

² Ver deuda años 2010 y 2011 en sección 4.1 "Deuda financiera".

Los datos y cálculos realizados para esta estimación se presentan en Anexo 2.

5.2. Estimación del costo de capital

Para esta estimación se tomó como supuestos que la tasa libre de riesgo es de 2,24%¹ (BTU-30 al 25 de Junio de 2014) y el premio por riesgo de mercado es de 5,93%¹. Por otra parte, la tasa de impuesto a las corporaciones es de un 20%. Finalmente, todos los datos están expresados a Junio de 2014.

5.2.1. Costo de la deuda (k_b)

Se asumió que el costo de la deuda de CAP es igual a la tasa de colocación del último bono de largo plazo de la empresa (ver sección 3.1.).

$$k_b = 5,41\% \text{ (Tasa colocación último bono)}$$

5.2.2. Beta de la deuda (β_b)

Calculado mediante el uso de CAPM y la tasa de costo de la deuda, según la siguiente fórmula:

$$k_b = r_f + \text{P.R.M.} * \beta_b$$

Luego,

$$5,41\% = 2,24\% + 5,93\% * \beta_b$$

$$\beta_b = 0,53456998$$

Nota: P.R.M = Premio por Riesgo de Mercado = $E(R_m) - r_f$

¹ El enunciado de la Tarea N° 2 del Taller A.F.E. asignó como datos para esta fase del trabajo una tasa libre de riesgo de 2,24% (BTU-30 al 25 de Junio de 2014) y un premio por riesgo de mercado de 5,93%.

5.2.3. Beta de la acción ($\beta_p^{C/D}$)

Se tomó el beta calculado en la sección 5.1, para el período de Junio de 2014.

$$\beta_p^{C/D} = 1,733036016$$

5.2.4. Beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Para determinar este valor se deberá desapalancar el beta de la acción con la estructura de capital de Junio de 2014, calculada en la sección 4.3.

Estructura de Capital Junio 2014:

| | |
|-----|------|
| B/V | 0,36 |
| P/V | 0,64 |
| B/P | 0,56 |

Para calcular el $\beta_p^{S/D}$ se despejará la expresión de Rubinstein (1973):

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) * \beta_b * \frac{B}{P}$$

Luego,

$$1,733036016 = \beta_p^{S/D} [1 + (1 - 20\%) * 0,56] - (1 - 20\%) * 0,53456998 * 0,56$$

$$1,972523367 = \beta_p^{S/D} [1,448]$$

$$\beta_p^{S/D} = 1,36223989$$

5.2.5. Beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Se procederá a apalancar el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo de la empresa, estimada en sección 4.3.

Estructura de Capital Objetivo:

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014* | Tendencia |
|------------|------|------|------|------|-------|-----------|
| B/V | 0,11 | 0,10 | 0,13 | 0,25 | 0,36 | 0,38 |
| P/V | 0,89 | 0,90 | 0,87 | 0,75 | 0,64 | 0,62 |
| B/P | 0,13 | 0,12 | 0,14 | 0,33 | 0,56 | 0,58 |

* al 30 de Junio.

Para calcular el $\beta_p^{C/D}$ se empleará la expresión de Rubinstein (1973):

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) * \beta_b * \frac{B}{P}$$

Luego,

$$\beta_p^{C/D} = 1,36223989 \left[1 + (1 - 20\%) * 0,58 \right] - (1 - 20\%) * 0,53456998 * 0,58$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,36223989 \left[1,5 \right] - 0,248040$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,795319835$$

5.2.6. Costo patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM se estimará la tasa de costo patrimonial, empleando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetivo de la empresa.

$$k_p = r_f + P.R.M. * \beta_p^{C/D}$$

Luego,

$$k_p = 2,24\% + 5,93\% * 1,795319835$$

$$k_p = 0,12886 \approx 12,9\%$$

5.2.7. Costo de capital (k_0)

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estimará el costo de capital para la empresa.

Estructura de Capital Objetivo:

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014* | Tendencia |
|-----|------|------|------|------|-------|-----------|
| B/V | 0,11 | 0,10 | 0,13 | 0,25 | 0,36 | 0,38 |
| P/V | 0,89 | 0,90 | 0,87 | 0,75 | 0,64 | 0,62 |
| B/P | 0,13 | 0,12 | 0,14 | 0,33 | 0,56 | 0,58 |

* al 30 de Junio.

$$k_0 = [k_b * (1 - t_c) * \frac{B}{V}] + [k_p * \frac{P}{V}]$$

Luego,

$$k_0 = [5,41\% * (1 - 20\%) * 0,38] + [12,9\% * 0,62]$$

$$k_0 = 0,0964264 \approx 9,64\%$$

CAPÍTULO 6

ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

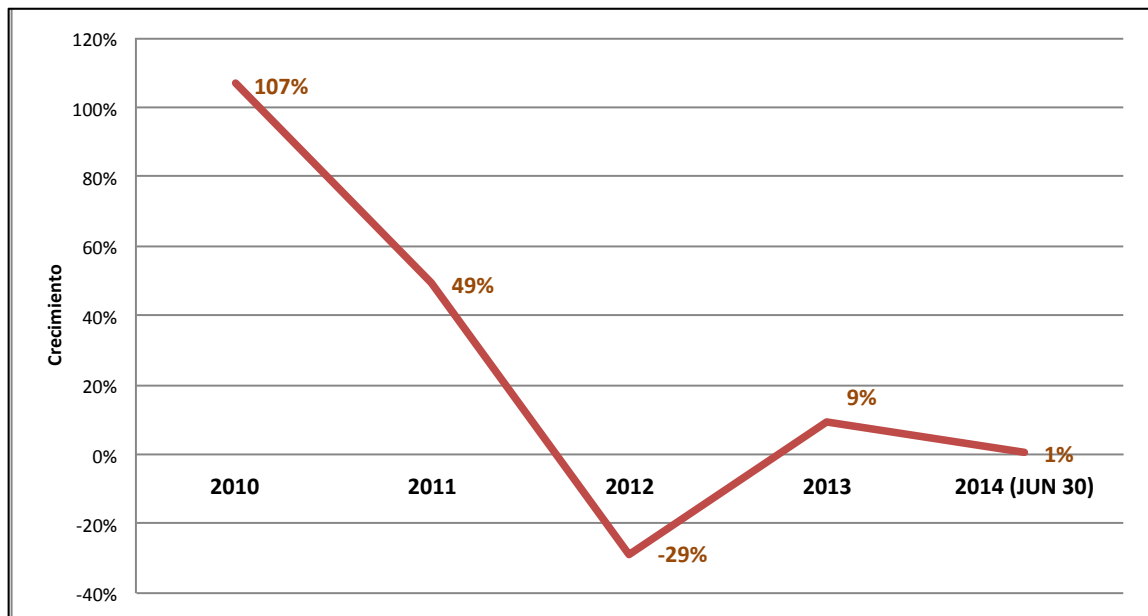
6.1. Análisis de crecimiento

La estructura corporativa de CAP S.A. está compuesta por tres áreas de negocio:

- CAP Minería (Compañía Minera del Pacífico)
- CAP Acero (Compañía Siderúrgica Huachipato)
- CAP Procesamiento de Acero (CINTAC)

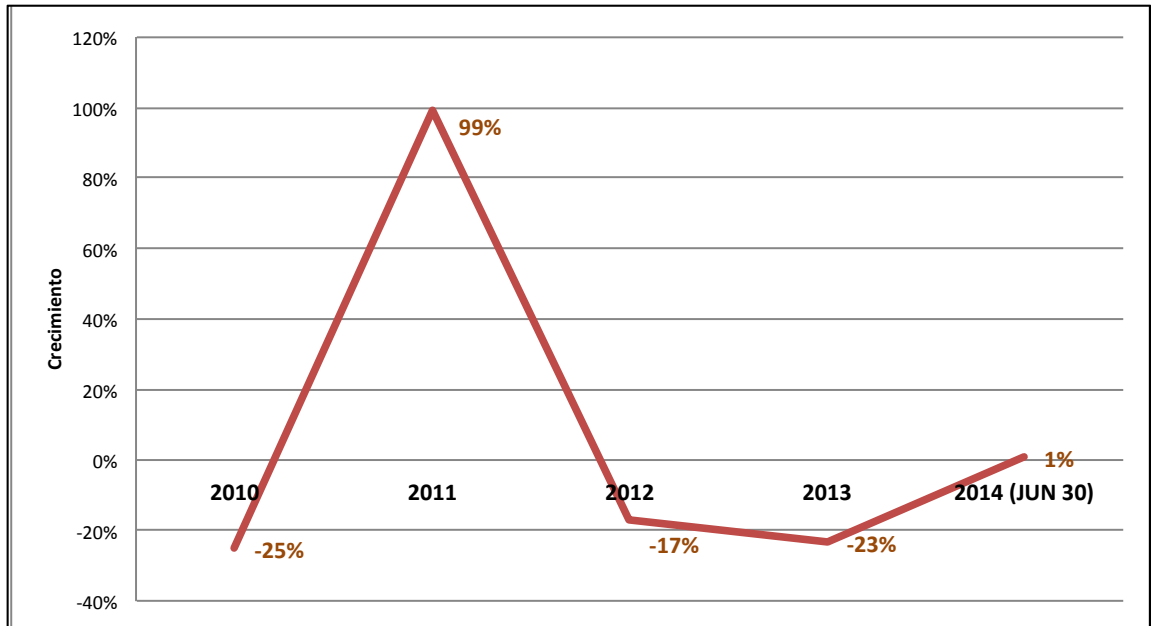
Las tasas de crecimiento de estas áreas de negocio y del holding que las agrupa, basadas en sus ingresos por actividades ordinarias, son las siguientes:

Figura 6.1: Tasa de crecimiento real Compañía Minera del Pacífico, período 2010 – 30 Junio 2014



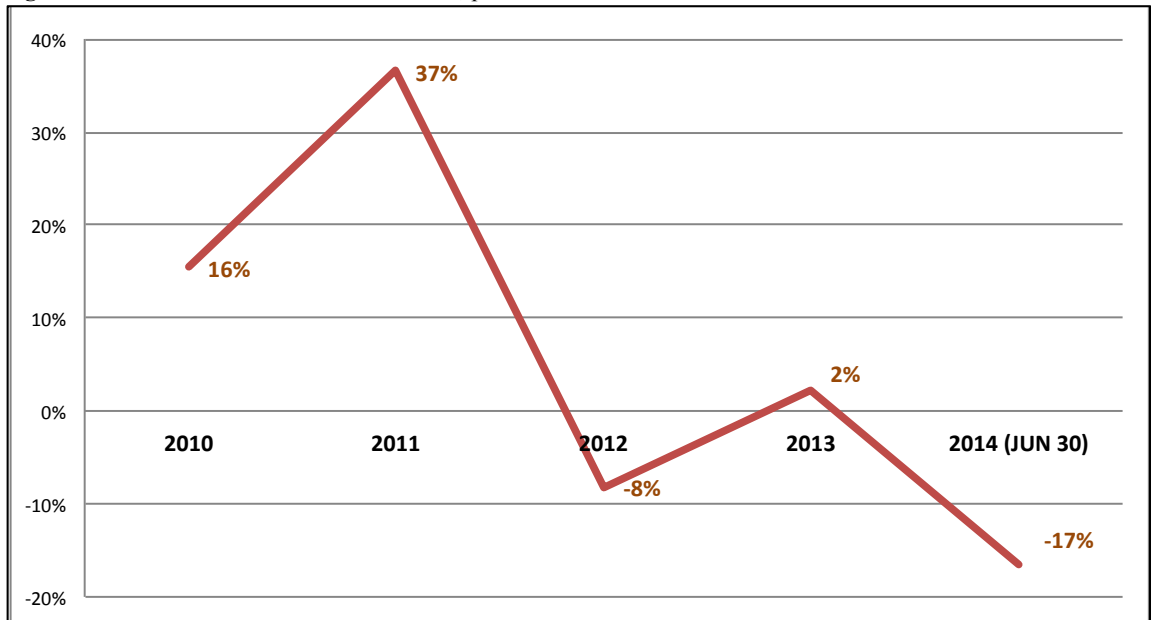
Fuente: Estados de Resultados de la Compañía Minera del Pacífico (variación anual cuenta “Ingresos por actividades ordinarias”).

Figura 6.2: Tasa de crecimiento real Compañía Siderúrgica Huachipato, período 2010 – 30 Junio 2014



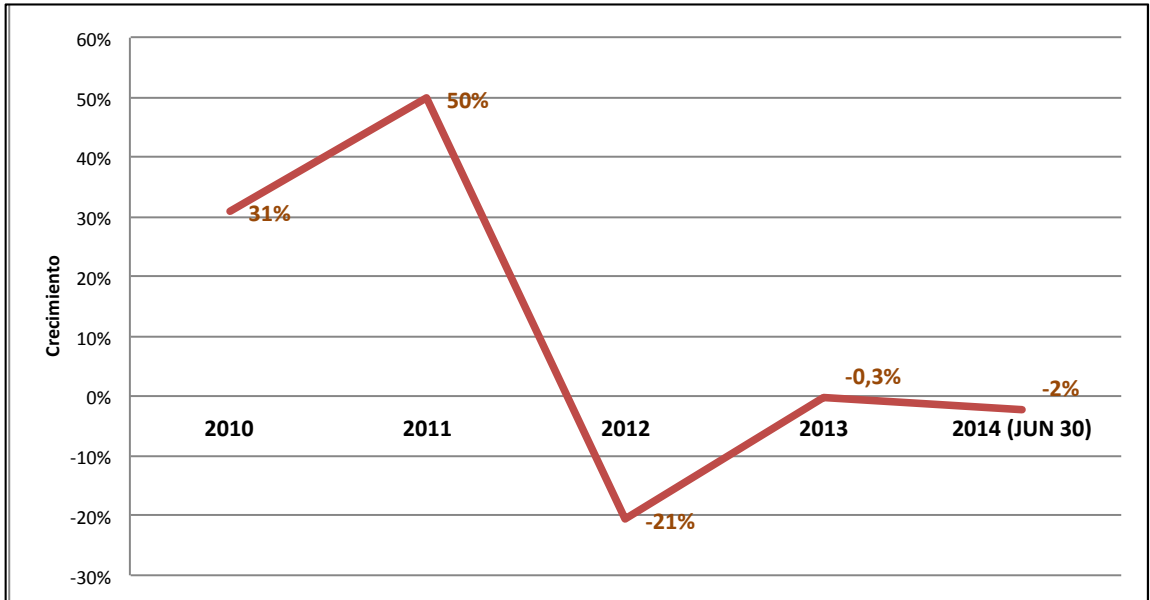
Fuente: Estados de Resultados de la Compañía Siderúrgica Huachipato (variación anual cuenta “Ingresos por actividades ordinarias”).

Figura 6.3: Tasa de crecimiento real CINTAC, período 2010 – 30 Junio 2014



Fuente: Estados de Resultados de CINTAC (variación anual cuenta “Ingresos por actividades ordinarias”).

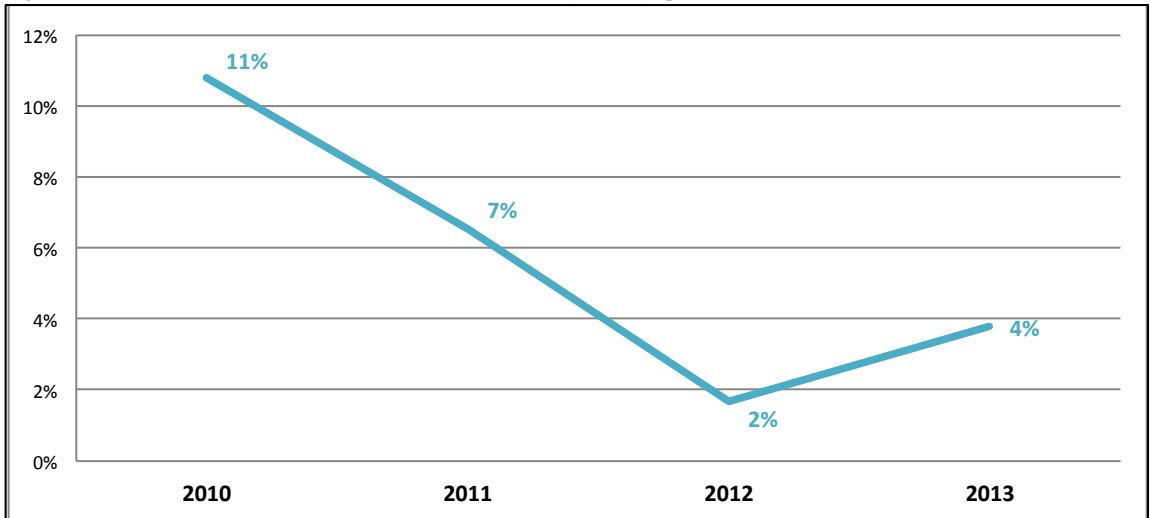
Figura 6.4: Tasa de crecimiento real CAP S.A., período 2010 – 30 Junio 2014



Fuente: Estados de Resultados de CAP S.A. (variación anual cuenta “Ingresos por actividades ordinarias”).

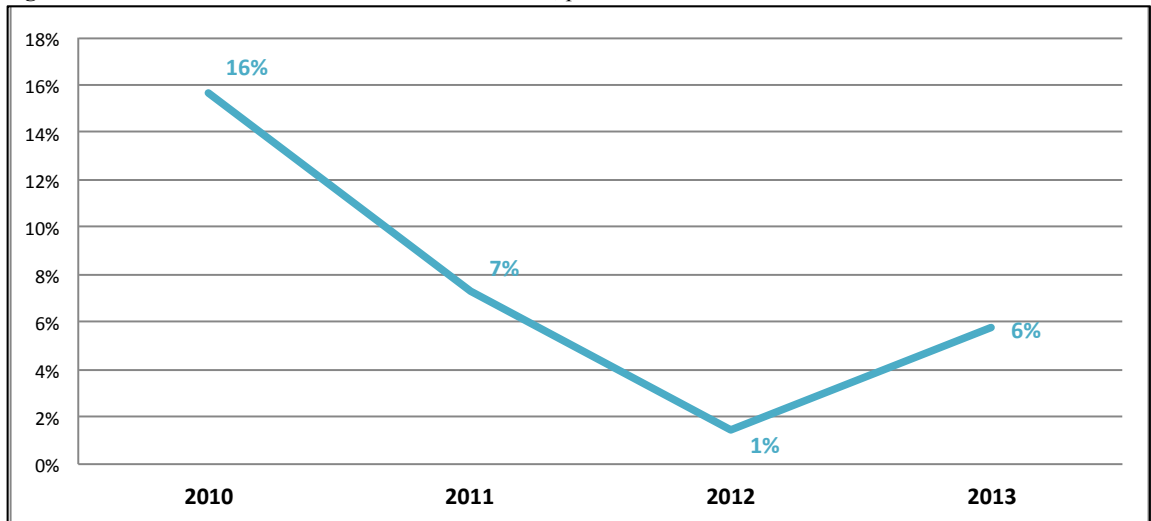
En cuanto a la industria del hierro y acero, sus tasas de crecimiento reales entre los años 2010 y 2013, de acuerdo a sus volúmenes de producción, son las siguientes:

Figura 6.5: Tasa de crecimiento real industria del Hierro (Minería), período 2010 - 2013



Fuente: Informes de producción anual de la Worldsteel Association.

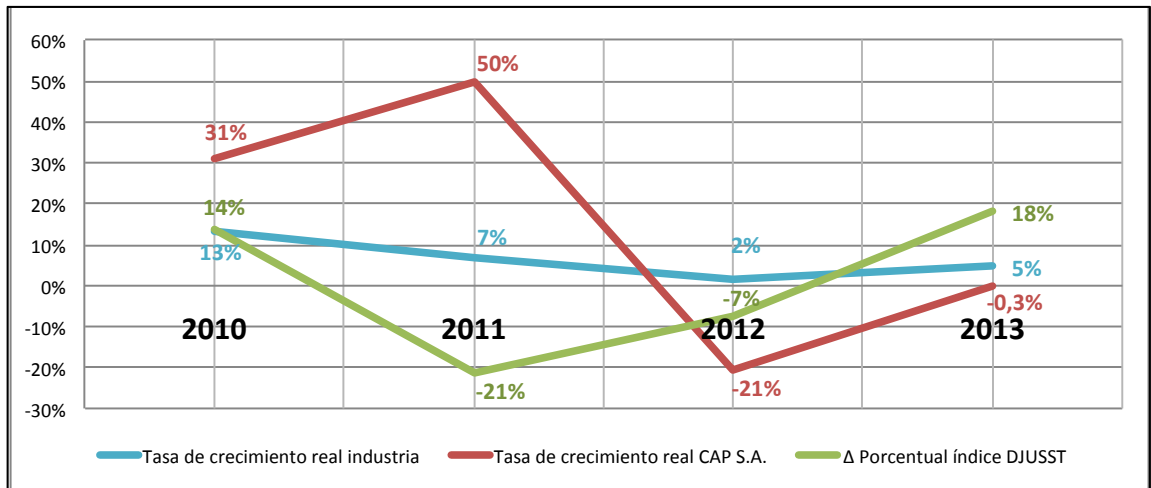
Figura 6.6: Tasa de crecimiento real industria del Acero, período 2010 - 2013



Fuente: Informes de producción anual de la Worldsteel Association

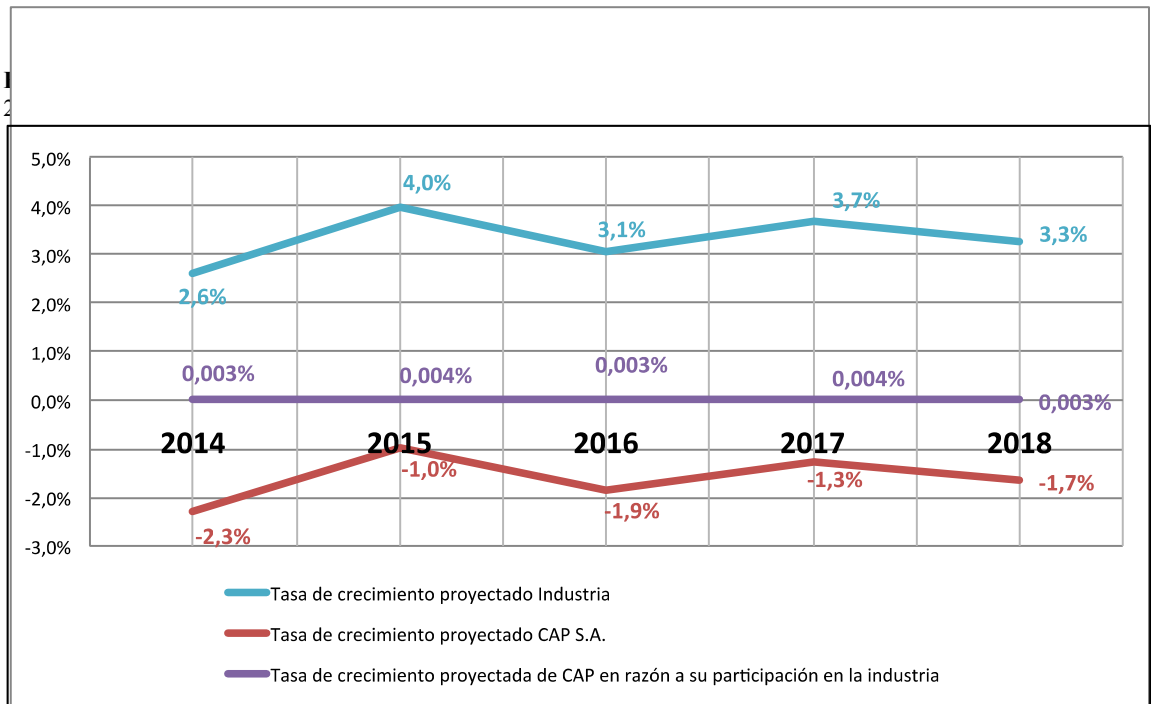
Al comparar las tasas de crecimiento de CAP y la industria, obtenemos el siguiente gráfico:

Figura 6.7: Comparación tasa de crecimiento real CAP S.A. versus la industria del Hierro y Acero, período 2010 - 2013



Fuentes: Worldsteel Association (tasa de crecimiento real industria)
 Estados de Resultados (tasa de crecimiento real CAP S.A.)
 Google Finance (variación porcentual índice Dow Jones U.S. Iron & Steel - DJUSST)

Al proyectar los ingresos de CAP y la producción de la industria, para los años 2014 al 2018, se obtuvieron las siguientes tasas:



Fuente: Elaboración propia, en base a datos históricos de crecimiento de la industria (informes de producción anual de la Worldsteel Association) y crecimiento de CAP S.A. (variación anual cuenta “Ingresos por actividades ordinarias” de Estados de Resultados CAP S.A.)

6.2. Análisis de costos de operación

Los costos de operación de la empresa, por áreas del negocio, están compuestos principalmente por el valor de los siguientes insumos:

- CAP Minería: Carbón, petróleo, energía, productos químicos.
- CAP Acero: Hierro, productos químicos y energía.
- CAP Procesamiento de Acero: Acero y energía.

A continuación, se describe la composición de los costos de operación para los años 2010 a Junio de 2014:

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | JUN 2014 |
|-----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ingresos de operación | 43.519,48 | 65.189,03 | 51.755,89 | 51.600,22 | 22.790,29 |
| Costos de Venta | -26.347,06 | -38.467,06 | -36.926,72 | -35.820,51 | -18.243,67 |
| Costos de Distribución | -462,92 | -515,99 | -522,48 | -644,40 | -249,86 |
| Gastos de Administración | -2.787,10 | -3.295,97 | -2.589,05 | -2.613,89 | -1.038,74 |
| Costos de operación | -29.597,08 | -42.279,02 | -40.038,25 | -39.078,79 | -19.532,27 |
| Resultado Operacional | 13.922,40 | 22.910,01 | 11.717,65 | 12.521,43 | 3.258,02 |
| Depreciación del ejercicio | 2.241,85 | 3.799,35 | 3.421,46 | 2.445,67 | 1.604,11 |
| Amortización de intangibles | | 993,64 | 859,44 | 946,28 | 569,88 |
| EBITDA | 16.164,26 | 27.703,00 | 15.998,54 | 15.913,38 | 5.432,01 |

Valores expresados en miles de UF

6.3. Análisis de cuentas no operacionales

En la cuenta “Costos Financieros” se identificó como gasto recurrente el pago de intereses por la emisión de bonos por parte de la empresa. De acuerdo a la información proporcionada por los Estados Financieros, el comportamiento de estos gastos en el período analizado es el siguiente:

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | JUN 2014 |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|
| Gastos por intereses (bonos) | 666,11 | 420,81 | 212,93 | 217,27 | 107,86 |

Valores expresados en miles de UF

Entre los períodos 2010 – 2011 y 2011 – 2012 hubo rescates anticipados de bonos. Lo anterior explica la diferencia del gasto entre estos años, comparativamente con la diferencia que se produce entre los años 2012 – 2013 y lo que se esperaría entre el 2013 y fines del 2014.

6.4. Análisis de activos

La clasificación de los activos operacionales y no operacionales de la empresa, a Junio de 2014, es la siguiente:

Activos operacionales

| | | MUF |
|---------------------------------|---|-------------------|
| Corriente | Efectivo y equivalentes al efectivo | 4.167,34 |
| Corriente | Otros activos no financieros corrientes | 390,59 |
| Corriente | Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes | 7.080,15 |
| Corriente | Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes | 46,27 |
| Corriente | Inventarios corrientes | 9.337,07 |
| Corriente | Activos por impuestos, corrientes | 2.701,11 |
| No corriente | Otros activos no financieros no corrientes | 569,40 |
| No corriente | Cuentas por cobrar no corrientes | 151,59 |
| No corriente | Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación | 216,63 |
| No corriente | Activos intangibles distintos de la plusvalía | 18.081,65 |
| No corriente | Propiedades, planta y equipo | 83.178,07 |
| No corriente | Activos por impuestos diferidos | 295,63 |
| Sub total activos operacionales | | 126.215,50 |

Activos no operacionales

| | | MUF |
|------------------------------------|---|-------------------|
| Corriente | Otros activos financieros corrientes | 5.329,22 |
| No corriente | Otros activos financieros no corrientes | 853,03 |
| No corriente | Plusvalía | 40,50 |
| Sub total activos no operacionales | | 6.222,75 |
| Total de activos | | 132.438,25 |

Los activos no operacionales que posee la empresa, para el año a Junio de 2014, se componen por:

| Otros activos financieros corrientes: | MUF |
|--|-----------------|
| Depósitos a plazo | 4.472,46 |
| Activos de cobertura | 22,80 |
| Otros activos financieros | 833,96 |
| | 5.329,22 |

| Otros activos financieros no corrientes: | MUF |
|---|---------------|
| Inversiones en instrumentos de patrimonio de otras sociedades | 364,37 |
| Bonos corporativos | 478,71 |
| Otros activos financieros | 9,95 |
| | 853,03 |

| Plusvalía: | MUF |
|---|--------------|
| Diferencia entre costo de adquisición y valor justo de los activos adquiridos identificables, pasivos y pasivos contingentes de la entidad adquirida. | 40,50 |

CAPÍTULO 7

PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS

7.1. Proyección de ingresos de operación

Los ingresos de operación se proyectarán en base a las tasas de crecimiento históricas y proyecciones de la industria donde se encuentra la empresa, de acuerdo a lo expuesto en la sección 6.1.

Los supuestos utilizados para esta proyección fueron los siguientes:

- a) Los ingresos de operación muestran una clara tendencia recién desde el año 2012. Para determinar la proyección de crecimiento no se tomaron en consideración los años 2010 y 2011, puesto que se habría producido una distorsión en la tendencia, alterando los resultados proyectados de los ingresos para los años 2014 al 2018.
- b) Para la proyección de crecimiento de los ingresos al 31.DIC.2014 se tomó como referencia los datos conocidos del primer semestre y se estimó que el monto del segundo semestre variaría proporcionalmente a como lo hicieron los ingresos del año 2013 en el mismo período.
- c) Para el cálculo de crecimiento de la industria se tomó como referencia los datos de producción a nivel mundial de hierro y acero. No fue factible obtener los datos de los ingresos de la industria. Por lo anterior, se asumió como supuesto que lo producido se vende en su totalidad, por lo tanto la variación porcentual de la producción es igual a la variación porcentual de los ingresos.

- d) Al igual que los ingresos de operación, la industria también muestra una tendencia desde el año 2012 (al alza en este caso). Sin embargo, dado que no se contaban con los datos al 30 de Junio de 2014, y considerando la tendencia a la baja del índice DJUSST y la caída del crecimiento de China, se decidió tomar la tendencia desde el 2011, objeto aminorar el alza a una tendencia que se estima más realista.

| CRECIMIENTO CHINO EN PERIODO DE INVESTIGACIÓN | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 10,4% | 9,3% | 7,7% | 7,7% | 7,3% |

Fuente: Banco Mundial (<http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects/regional-outlooks/eap#5>)

- e) Se tomó un promedio (media geométrica) de la proyección de crecimiento de CAP basada en sus ingresos y en su porcentaje ponderado de participación como parte de la industria, objeto estimar las tasas de crecimiento anuales del 2014 al 2018 y posteriormente aplicarlas para calcular los ingresos y costos para dichos períodos. El resultado fue el siguiente:

| Año | Tasa de Crecimiento Estimada (sólo en como tendencia de sus ingresos históricos) | Tasa de Crecimiento Estimada (en base al promedio de sus tendencias por ingresos históricos y participación ponderada en la industria) |
|------------|--|--|
| 2014 | -2,3% | -1,0% |
| 2015 | -1,0% | -0,5% |
| 2016 | -1,9% | -1,0% |
| 2017 | -1,3% | -0,5% |
| 2018 | -1,7% | -1,0% |

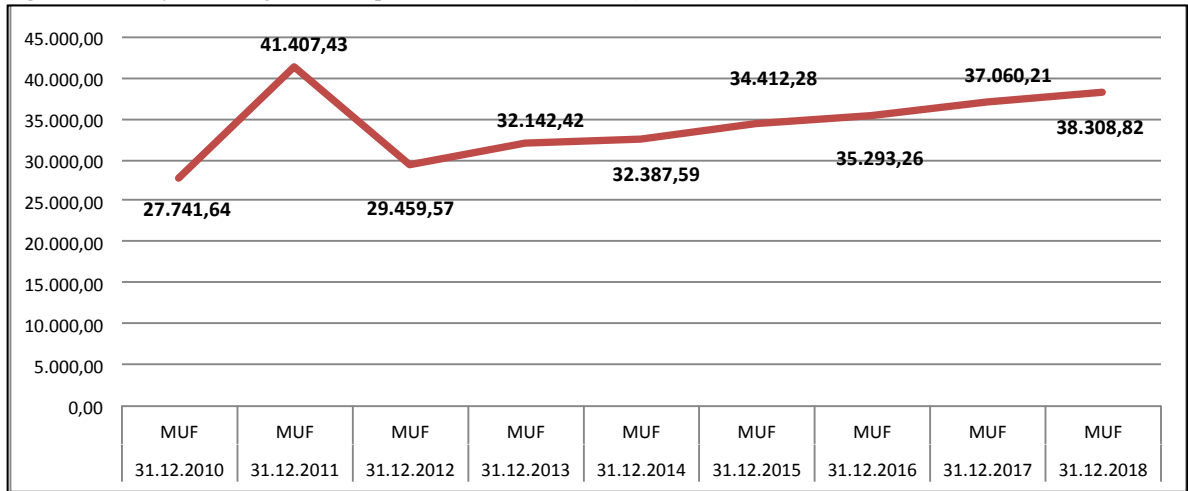
- f) Los ingresos por tipo de producto se proyectaron solamente en base a la tasa de crecimiento de sus ingresos históricos. No se promediaron con la tasa de crecimiento ponderada de CAP como parte de la industria. Lo anterior, objeto simplificar el análisis y considerando la baja incidencia que debería tener en el resultado.

Aplicando los supuestos antes señalados, se obtuvo la siguiente proyección de ingresos de operación por áreas de negocio y del holding en su conjunto:

Proyección EE.FF CMP (Minería)

| 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| 27.741,64 | 41.407,43 | 29.459,57 | 32.142,42 | 32.387,59 | 34.412,28 | 35.293,26 | 37.060,21 | 38.308,82 |

Figura 7.1: Proyección ingresos Compañía Minera del Pacífico (CMP) 2010 – 2018

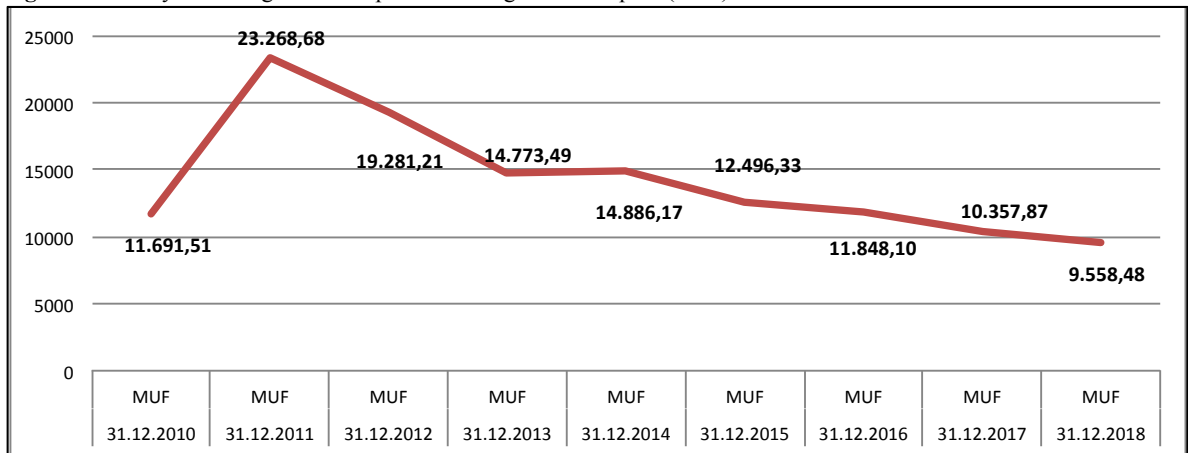


Fuente: Elaboración propia, en base a información y supuestos planteados en esta sección.

Proyección EE.FF CSH (Acero)

| 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| 11.691,51 | 23.268,68 | 19.281,21 | 14.773,49 | 14.886,17 | 12.496,33 | 11.848,10 | 10.357,87 | 9.558,48 |

Figura 7.2: Proyección ingresos Compañía Siderúrgica Huachipato (CSH) 2010 – 2018

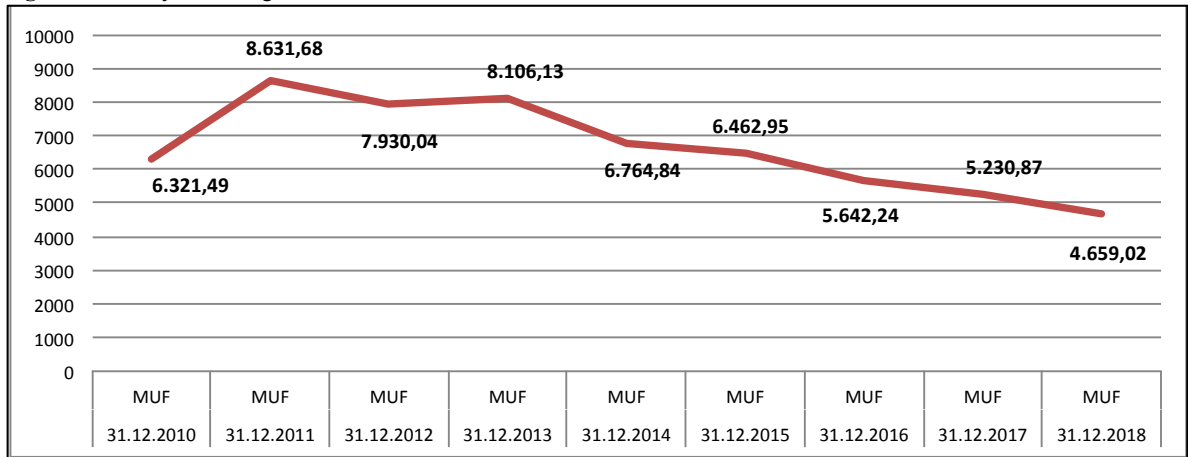


Fuente: Elaboración propia, en base a información y supuestos planteados en esta sección.

Proyección EE.FF CINTAC (Procesamiento Acero)

| 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| 6.321,49 | 8.631,68 | 7.930,04 | 8.106,13 | 6.764,84 | 6.462,95 | 5.642,24 | 5.230,87 | 4.659,02 |

Figura 7.3: Proyección ingresos CINTAC 2010 – 2018

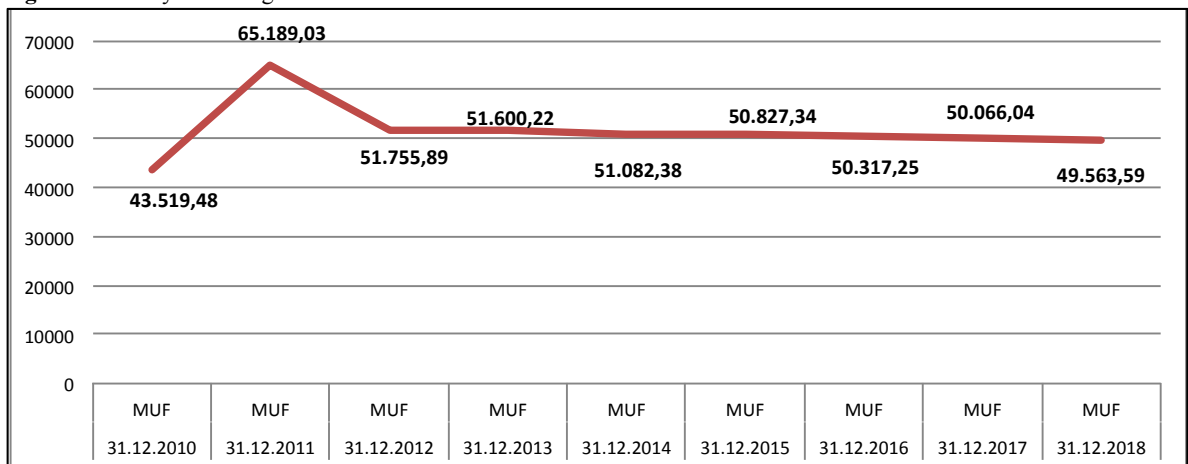


Fuente: Elaboración propia, en base a información y supuestos planteados en esta sección.

Proyección EE.FF CAP

| 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| 43.519,48 | 65.189,03 | 51.755,89 | 51.600,22 | 51.082,38 | 50.827,34 | 50.317,25 | 50.066,04 | 49.563,59 |

Figura 7.4: Proyección ingresos CAP S.A. 2010 – 2018



Fuente: Elaboración propia, en base a información y supuestos planteados en esta sección.

7.2. Proyección de costos de operación

Los costos de operación se proyectarán en base los datos presentados en la sección 6.2., junto con los siguientes supuestos:

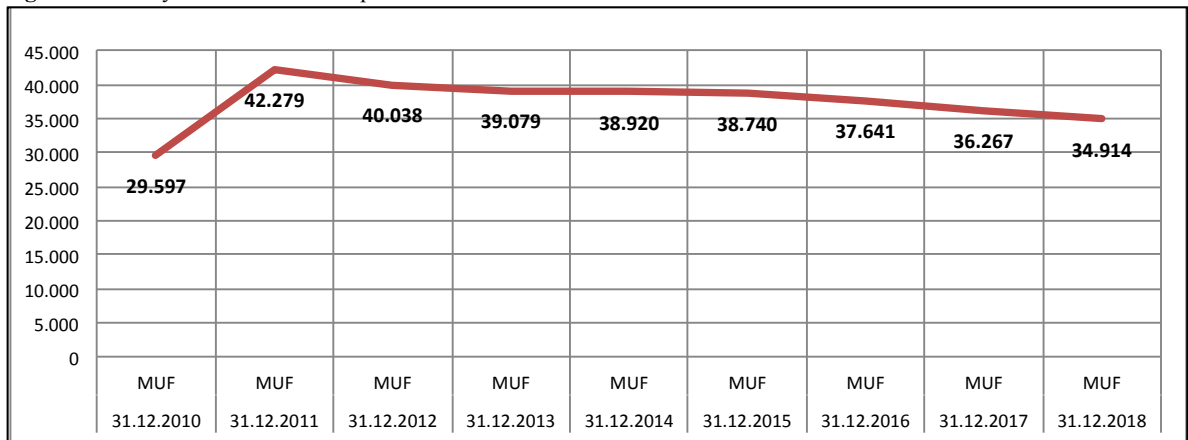
- a) Hasta el año 2015 los costos de explotación (venta y distribución) varían en la misma proporción que los ingresos de operación. Por lo tanto, las tasas de crecimiento calculadas para los ingresos (supuesto e) de la sección 7.1.) fueron tomadas como referencia para el cálculo de estos costos.
- b) A contar del año 2016 sólo los costos de distribución variarán en la misma proporción que los ingresos. Para el caso de los costos de venta, y como una forma de minimizar el impacto por la baja en los ingresos, la empresa logrará como meta la siguiente reducción de costos:
 - Año 2016: -3,0 % (reducción alcanzada el 2013)
 - Año 2017: -3,5 % (valor intermedio de la reducción alcanzada entre 2012 y 2013)
 - Año 2018: - 4,0 % (reducción alcanzada el 2012)
- c) Hasta el año 2015 los gastos de administración y ventas son fijos (promedio de los gastos entre el 2010 y 2013). No se aplicó variación de la inflación puesto que ésta se encuentra implícita en los valores (expresados en UF).
- d) A contar del año 2016, y como una forma de minimizar el impacto por la baja en los ingresos, la empresa logrará reducir sus gastos de administración y ventas en forma progresiva, tomando como meta los mínimos históricos alcanzados en los últimos 6 años, de acuerdo al siguiente detalle:
 - Año 2016: MUF 2.787 (valor alcanzado el 2010)
 - Año 2017: MUF 2.614 (valor alcanzado el 2013)
 - Año 2018: MUF 2.589 (valor alcanzado el 2012)

e) Todos los Costos de Venta son variables.

Aplicando los supuestos antes señalados, se obtuvo la siguiente proyección de costos de operación para CAP:

| PROYECCIÓN DE COSTOS DE OPERACIÓN | | | | | | | | | |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 |
| | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| Costos de Venta | 26.347 | 38.467 | 36.927 | 35.821 | 35.461 | 35.284 | 34.225 | 33.028 | 31.706 |
| Costos de Distribución | 463 | 516 | 522 | 644 | 638 | 635 | 628 | 625 | 619 |
| Gastos de Administración | 2.787 | 3.296 | 2.589 | 2.614 | 2.822 | 2.822 | 2.787 | 2.614 | 2.589 |
| Costos de Operación | 29.597 | 42.279 | 40.038 | 39.079 | 38.920 | 38.740 | 37.641 | 36.267 | 34.914 |

Figura 7.5: Proyección Costos de Operación CAP S.A. 2010 – 2018



Fuente: Elaboración propia, en base a información y supuestos planteados en esta sección.

7.3. Proyección resultado no operacional

Los resultados no operacionales se proyectarán en base los datos presentados en la sección 6.3. y los Estados de Resultados del 2010 a Junio de 2014, junto con los siguientes supuestos:

a) Se identificó como flujo recurrente para la empresa los Gastos por Intereses (bonos). Para determinar el monto al 31.DIC.2014 se tomó como supuesto que serán el doble de lo reflejado en los Estados de Resultados al 30.JUN.2014. Luego, para los años 2015 al 2018

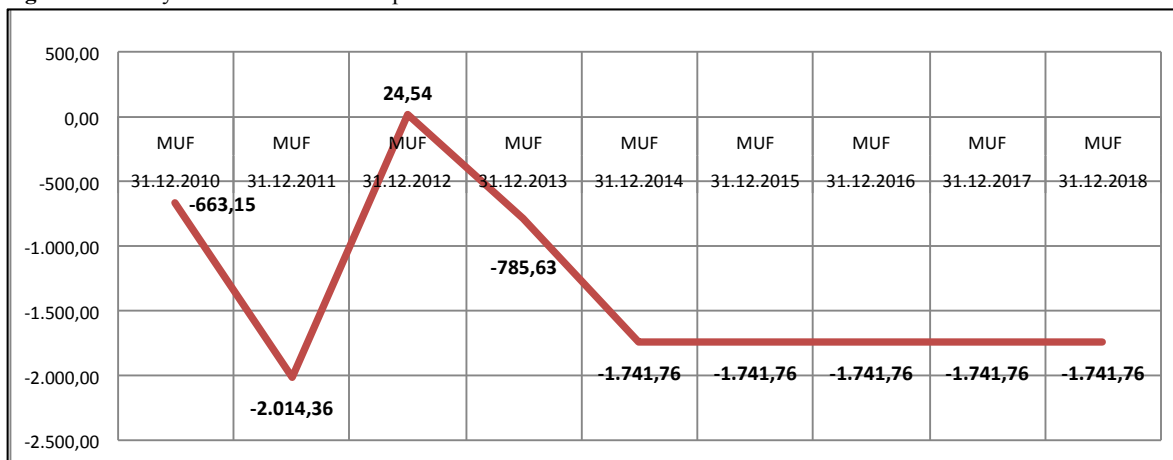
se tomó este valor como constante, dada su mínima diferencia respecto al valor del 2013 (variación del -2,7%).

- b) Se tomó como supuesto que el Resultado no Operacional al 31.DIC.2014 será el doble de lo reflejado en los Estados de Resultados al 30.JUN.2014. Luego, para los años 2015 al 2018 se tomó este valor como constante.

Aplicando los supuestos antes señalados, se obtuvo la siguiente proyección de resultados no operacionales para CAP:

| PROYECCIÓN DE RESULTADO NO OPERACIONAL | | | | | | | | | |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 |
| | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| Gastos por intereses (bonos) | 666,11 | 420,81 | 212,93 | 217,27 | 215,71 | 215,71 | 215,71 | 215,71 | 215,71 |
| Resultado no Operacional | -663,15 | -2.014,36 | 24,54 | -785,63 | -1.741,76 | -1.741,76 | -1.741,76 | -1.741,76 | -1.741,76 |

Figura 7.6: Proyección Resultado no Operacional CAP S.A. 2010 – 2018



Fuente: Elaboración propia, en base a información y supuestos planteados en esta sección.

7.4. Estados de Resultados proyectados

Como resultado de las proyecciones elaboradas a lo largo de este Capítulo, más otros supuestos, se construyeron los siguientes Estados de Resultados para el período 2014 - 2018:

| SUPUESTOS | ESTADO DE RESULTADO | 30.06.2014 MUF | 31.12.2014 MUF | 31.12.2015 MUF | 31.12.2016 MUF | 30.06.2017 MUF | 31.12.2018 MUF |
|-----------|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | GANANCIA (PÉRDIDA) | | | | | | |
| (1) | Ingresos de actividades ordinarias | 22.790,29 | 51.082,38 | 50.827,34 | 50.317,25 | 50.066,04 | 49.563,59 |
| (2) | Costo de ventas | -18.243,67 | -35.461,02 | -35.283,98 | -34.225,46 | -33.027,57 | -31.706,46 |
| | Ganancia bruta | 4.546,63 | 15.621,35 | 15.543,36 | 16.091,80 | 17.038,47 | 17.857,13 |
| (4) | Otros ingresos | 203,61 | 407,23 | 407,23 | 407,23 | 407,23 | 407,23 |
| (2) | Costos de distribución | -249,86 | -637,93 | -634,74 | -628,37 | -625,24 | -618,96 |
| (2) | Gasto de administración | -1.038,74 | -2.821,50 | -2.821,50 | -2.787,10 | -2.613,89 | -2.589,05 |
| (4) | Otros gastos, por función | -668,46 | -1.336,92 | -1.336,92 | -1.336,92 | -1.336,92 | -1.336,92 |
| (4) | Otras ganancias (pérdidas) | 99,49 | 198,98 | 198,98 | 198,98 | 198,98 | 198,98 |
| | Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales | 2.892,67 | 11.431,22 | 11.356,41 | 11.945,62 | 13.068,63 | 13.918,41 |
| (3) | Ingresos financieros | 75,11 | 150,21 | 150,21 | 150,21 | 150,21 | 150,21 |
| (3) | Costos financieros | -984,51 | -1.969,03 | -1.969,03 | -1.969,03 | -1.969,03 | -1.969,03 |
| (3) | Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación | -26,70 | -53,40 | -53,40 | -53,40 | -53,40 | -53,40 |
| (3) | Diferencias de cambio | 33,62 | 67,24 | 67,24 | 67,24 | 67,24 | 67,24 |
| (3) | Resultado por unidades de reajuste | 31,61 | 63,21 | 63,21 | 63,21 | 63,21 | 63,21 |
| | Ganancia (pérdida), antes de impuestos | 2.021,79 | 9.689,46 | 9.614,65 | 10.203,86 | 11.326,87 | 12.176,65 |
| | Gasto por impuestos a las ganancias | -433,97 | -1.937,89 | -1.922,93 | -2.040,77 | -2.265,37 | -2.435,33 |
| | Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas | 1.587,81 | 7.751,56 | 7.691,72 | 8.163,09 | 9.061,50 | 9.741,32 |
| | Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas | | | | | | |
| | Ganancia (pérdida) | 1.587,81 | 7.751,56 | 7.691,72 | 8.163,09 | 9.061,50 | 9.741,32 |

Supuestos:

- (1) Supuestos detallados en sección 7.1. (Proyección de ingresos de operación).
- (2) Supuestos detallados en sección 7.2. (Proyección de costos de operación).
- (3) Supuestos detallados en sección 7.3. (Proyección resultado no operacional).
- (4) Se tomó como supuesto que estas cuentas llegarían al doble de lo reflejado en los Estados de Resultados al 30.JUN.2014. Luego, para los años 2015 al 2018 se tomó este valor como constante.

CAPÍTULO 8
PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

8.1. Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles

Se asumió el supuesto que el valor de la depreciación y amortización para el 2014 sería el doble de lo registrado por el Estado de Resultado al 30.JUN.2014. Luego, los valores obtenidos se mantendrán constantes desde el año 2015 en adelante, dando como resultado la siguiente proyección:

| | JUN 2014 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Depreciación del ejercicio | 1.604,11 | 3.208,22 | 3.208,22 | 3.208,22 | 3.208,22 | 3.208,22 |
| Amortización de intangibles | 569,88 | 1.139,76 | 1.139,76 | 1.139,76 | 1.139,76 | 1.139,76 |

Valores en MUF

8.2. Inversión de reposición

El modelo supone que la inversión de reposición es igual a la depreciación, por lo tanto:

| | JUN 2014 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Inversión de Reposición | 1.604,11 | 3.208,22 | 3.208,22 | 3.208,22 | 3.208,22 | 3.208,22 |

Valores en MUF

8.3. Nuevas inversiones (activo fijo)

Al no encontrarse el CAPEX de la empresa, se determinó la razón entre las inversiones de CAP (cuenta “compras de propiedades, plantas y equipos” del Estado de Flujo de Efectivo) y sus ingresos de actividades ordinarias, durante los períodos conocidos.

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | JUN 2014 |
|---|-----------|-----------|------------|------------|-----------|
| Compras de propiedades, planta y equipo | -4.510,45 | -6.606,47 | -16.289,03 | -21.902,06 | -6.904,64 |
| Ingresos de actividades ordinarias | 43.519,48 | 65.189,03 | 51.755,89 | 51.600,22 | 22.790,29 |

| | | | | | | |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---|
| Activo Fijo (como % de los ingresos) | 10,4% | 10,1% | 31,5% | 42,4% | 30,3% | PROMEDIO 24,9% Variación 91,1% |
| Variación Anual (Inversión en %) | | 46% | 147% | 34% | 137% | |

Luego, el promedio obtenido se aplicó a los ingresos proyectados, para estimar las nuevas inversiones, dando como resultado lo siguiente:

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Nuevas Inversiones (activo fijo) | 46.541,27 | 46.308,90 | 45.844,16 | 45.615,28 | 45.157,50 |
| Valores en MUF | | | | | |

8.4. Inversión en capital de trabajo

Para este cálculo se emplearán los siguientes datos:

CUENTAS DEL ACTIVO CORRIENTE

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | JUN 2014 |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Efectivo y equivalentes al efectivo (no se considerará, por no ser una empresa del sector Retail) | | | | | |
| Otros activos financieros corrientes (se considera por ser una cuenta relevante en el tiempo, en comparación con las otras cuentas de Activo Corriente) | 12.050,85 | 17.537,37 | 8.717,53 | 4.444,98 | 5.329,22 |
| Otros activos no financieros corrientes (no se considera) | | | | | |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes | 11.002,91 | 9.558,33 | 9.441,92 | 10.407,44 | 7.080,15 |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes | 787,07 | 1.561,64 | 136,39 | 90,59 | 46,27 |
| Inventarios | 10.529,95 | 12.156,45 | 8.720,17 | 9.403,03 | 9.337,07 |
| Activos por impuestos corrientes (no se considera) | | | | | |
| ACTIVO CORRIENTE NETO (en MUF) | 34.370,77 | 40.813,79 | 27.016,00 | 24.346,04 | 21.792,71 |

CUENTAS DEL PASIVO CORRIENTE

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | JUN 2014 |
|---|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Otros pasivos financieros corrientes (no se considera) | | | | | |
| Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar | 6.241,40 | 6.982,65 | 10.171,07 | 13.177,01 | 10.308,47 |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes | 3.716,15 | 4.573,21 | 2.442,94 | 1.724,99 | 1.259,43 |
| Otras provisiones a corto plazo (no se considera) | | | | | |
| Pasivos por impuestos corrientes (no se considera) | | | | | |
| Otros pasivos no financieros corrientes (no se considera) | | | | | |
| PASIVO CORRIENTE NETO (en MUF) | 9.957,55 | 11.555,86 | 12.614,01 | 14.902,01 | 11.567,90 |

Luego, se utilizarán las siguientes fórmulas:

$$\text{Capital de Trabajo Operacional Neto (CTON)} = \text{Activo Corriente Neto} - \text{Pasivo Corriente Neto}$$

$$\text{Razón CTON respecto a Ventas (RCTON)} = \frac{\text{CTON}}{\text{Ventas (Ingresos de Act. Ord.)}}$$

$$\text{Estimación Inv. Capital de Trabajo } (\Delta\text{CTON}_t) = -\text{RCTON}(\text{Ventas}_{t+1} - \text{Ventas}_t)$$

Como resultado se obtiene el siguiente cuadro:

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | JUN 2014 |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| CTON | 24.413,23 | 29.257,93 | 14.401,99 | 9.444,03 | 10.224,82 |
| VENTAS | 43.519,48 | 65.189,03 | 51.755,89 | 51.600,22 | 22.790,29 |
| RCTON | 56% | 45% | 28% | 18% | 45% |
| CTON (en días de ventas) | 202 | 162 | 100 | 66 | 81 |

El promedio del RCTON entre los años 2010 y 2013 es de un 37%, porcentaje que se empleará para estimar la siguiente inversión en capital de trabajo (ΔCTON_t) para los años 2014 al 2018:

| | JUN 2014 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-----------------------|-------|--------|-------|--------|-------|
| Inversión en Capital de Trabajo (ΔCTON_t) | 826,96 | 93,79 | 187,59 | 92,39 | 184,78 | 91,01 |
| | Valores en MUF | | | | | |

El valor de Junio de 2014 corresponde al CTON registrado para ese período por el exceso del RCTON a esa fecha, correspondiente a un 8% (ver sección 8.5.).

8.5. Estimación de déficit o exceso de capital de trabajo

Para el momento actual de la empresa (30.JUN.2014), existe un leve exceso de capital de trabajo, puesto que su RCTON está un 8% por sobre el valor promedio registrado para este índice entre los años 2010 y 2013.

8.6. Activos prescindibles al 30 de Junio de 2014

Los activos prescindibles fueron identificados en la sección 6.4. como “Activos No Operacionales”, de acuerdo al siguiente detalle:

Activos prescindibles al 30.JUN.2014

| | | MUF |
|--------------|---|-----------------|
| Corriente | Otros activos financieros corrientes | 5.329,22 |
| No corriente | Otros activos financieros no corrientes | 853,03 |
| No corriente | Plusvalía | 40,50 |
| TOTAL | | 6.222,75 |

8.7. Deuda financiera al 30 de Junio de 2014

Para determinar el valor de la deuda financiera se tomaron los valores correspondientes a las cuentas "Otros pasivos financieros" (corrientes y no corrientes) del Balance. Según las notas a los EE.FF., estas cuentas reúnen todos los préstamos que devengan intereses. Como resultado de lo anterior, la deuda financiera de la empresa al 30 de Junio de 2014 era de MUF 27.461,76.

8.8. Flujo de Caja Libre proyectado

Como resultado de las proyecciones elaboradas a lo largo de este Capítulo, más otros supuestos, se construyó el siguiente Flujo de Caja Libre para el período 2014 – 2018, más el primer año de la proyección implícita (año 2019):

| | 2014 MUF | 2015 MUF | 2016 MUF | 2017 MUF | 2018 MUF | 2019 MUF |
|---------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|
| Ganancia (pérdida) | 7.751,56 | 7.691,72 | 8.163,09 | 9.061,50 | 9.741,32 | |
| AJUSTES | | | | | | |
| Depreciación | 3.208,22 | 3.208,22 | 3.208,22 | 3.208,22 | 3.208,22 | |
| Amortización | 1.139,76 | 1.139,76 | 1.139,76 | 1.139,76 | 1.139,76 | |
| Inversión de Reposición | -3.208,22 | -3.208,22 | -3.208,22 | -3.208,22 | -3.208,22 | |
| Nuevas Inversiones | -12.741,31 | -12.677,70 | -12.550,47 | -12.487,81 | -12.362,49 | |
| Inversión en Capital de Trabajo | 93,79 | 187,59 | 92,39 | 184,78 | 91,01 | |
| FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL) | -3.756,19 | -3.658,63 | -3.155,23 | -2.101,77 | -1.390,40 | 10.881,08 |
| VALOR TERMINAL (VT) | | | | | 112.874,25 | |
| FCL + VT | -3.756,19 | -3.658,63 | -3.155,23 | -2.101,77 | 111.483,85 | |
| FCL (30.JUN.2014) + VT | -1.878,10 | -3.658,63 | -3.155,23 | -2.101,77 | 111.483,85 | |
| VALOR PRESENTE (V₀) | 61.761,65 | | | | | |

Supuestos:

- El Flujo de Caja Libre (FCL) del año 2019 es igual al del 2018, pero no considera nuevas inversiones ni cambios en el capital de trabajo.
- El valor terminal es el FCL del año 2019 dividido por el costo de capital obtenido en la sección 5.2.7. ($k_0 = 9,64\%$).
- Para determinar el Valor Presente al 30 de Junio de 2014 (V_0), se consideró sólo la mitad del FCL del año 2014 (MUF 1.878,10).

CAPÍTULO 9
VALORACIÓN DE CAP S.A. POR MÚLTIPLOS

Con los datos obtenidos en los Capítulos anteriores se procederá a estimar el valor de la acción al 30 de Junio de 2014, mediante el empleo de 3 tipos de múltiplos, lo que a su vez dará como resultado 7 valores distintos para la acción de CAP.

Para efectos de cálculo de múltiplos, se emplearán las siguientes fórmulas:

| TIPO DE MÚLTIPLO | MÚLTIPLOS | DEFINICIÓN |
|--------------------------|--|---|
| MÚLTIPLOS DE GANANCIAS | PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE) | Market Price per share/Earnings per share |
| | ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA) | (Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBITDA* |
| | ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT) | (Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBIT** |
| MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO | PRICE TO BOOK EQUITY (PBV) | Market Value of Equity/Book Value of Equity |
| | VALUE TO BOOK RATIO | (Market Value of Equity + Market Value of Debt)/(Book Value of Equity + Book Value of Debt) |
| MÚLTIPLOS DE INGRESOS | PRICE TO SALES RATIO (PS) | (Market Value of Equity)/Revenues |
| | ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS) | (Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/Revenues |

*EBITDA: Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

**EBIT: Earnings before Interest and Taxes.

En primer lugar se construirán los múltiplos de la industria, correspondientes a los años 2013 y 2014 (a Junio de cada año). Para lo anterior, se tomarán como comparables las empresas listadas en la sección 2.3., obteniendo los datos necesarios de sus respectivos Estados Financieros, convertidos a UF.

Múltiplos de la industria:

| TIPO DE MÚLTIPLO | MÚLTIPLOS | 2013 | 2014 | Promedio |
|--------------------------|--|-------|-------|----------|
| MÚLTIPLOS DE GANANCIAS | PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE) | 15,74 | 14,06 | 14,90 |
| | ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA) | 8,20 | 6,71 | 7,45 |
| | ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT) | 8,29 | 6,78 | 7,53 |
| MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO | PRICE TO BOOK EQUITY (PBV) | 0,75 | 1,52 | 1,14 |
| | VALUE TO BOOK RATIO | 0,64 | 0,67 | 0,65 |
| MÚLTIPLOS DE INGRESOS | PRICE TO SALES RATIO (PS) | 1,66 | 1,86 | 1,76 |
| | ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS) | 2,70 | 2,97 | 2,84 |

Posteriormente, se obtendrán los datos de CAP que serán requeridos para el cálculo de sus múltiplos y la comparación con los de la industria.

Indicadores para la empresa:

| ITEM CONTABLE | (*) 2014 (a Junio) |
|---|--------------------|
| UTILIDAD POR ACCIÓN | 0,000007 |
| EBITDA | 5.432,01 |
| EBIT | 3.258,02 |
| EBIT (SEGÚN PROPORCIÓN D+A EMPLEADA POR VALE) | 5.370,63 |
| VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO | 75.095,67 |
| VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO (MENOS PARTICIPACIONES NO CONTROLADORAS) | 44.620,71 |
| VALOR LIBRO DE LA EMPRESA | 132.438,25 |
| VALOR LIBRO DE LA EMPRESA (MENOS PARTICIPACIONES NO CONTROLADORAS) | 101.963,29 |
| VENTAS POR ACCIÓN | 0,00015 |
| VENTAS | 22.790,29 |
| DEUDA DE MERCADO | 27.461,76 |
| DEUDA CONTABLE | 57.342,58 |
| EFFECTIVO | 4.167,34 |
| Nº DE ACCIONES | 149.448.112 |

Valores en MUF, excepto "Nº de Acciones".

Finalmente se obtienen los valores de CAP en base a los múltiplos de la industria, donde las variables de la empresa que intervienen en el cálculo de un múltiplo se comparan con el múltiplo correspondiente de la industria y luego se despejan las variables que permitirán obtener el precio de la acción.

Valores de CAP en base a múltiplos de la industria:

| MÚLTIPLOS | Valor de Empresa (en MUF) | Patrimonio (en MUF) | Precio Acción (en Pesos) |
|--|---------------------------|---------------------|--------------------------|
| PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE) | - | - | 2.517,77 |
| ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA) | 44.661,50 | 17.199,75 | 2.764,84 |
| ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT) | 44.634,63 | 17.172,88 | 2.760,52 (*) |
| PRICE TO BOOK EQUITY (PBV) | - | 85.578,65 | 13.756,67 |
| | - | 50.849,54 | 8.174,00 (**) |
| VALUE TO BOOK RATIO | 86.361,76 | 58.900,01 | 9.468,11 |
| | 66.489,32 | 39.027,57 | 6.273,64 (**) |
| PRICE TO SALES RATIO (PS) | - | 40.180,11 | 6.458,91 |
| ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS) | 68.808,44 | 41.346,68 | 6.646,43 |
| PROMEDIO: | | | 6.535,65 |

(*) EBIT calculado en base a la misma proporción de Depreciación + Amortización del EBITDA de empresa comparable (VALE).

(**) Al valor patrimonio libro de CAP se le restó la participación de no controladoras.

El valor promedio por acción estimado mediante el método de Múltiplos fue de \$6.535,65. Por otra parte, el precio de la acción al cierre bursátil del día 30 de Junio de 2014 fue de \$7.833,30.

CONCLUSIONES

1. Método de Valoración por Múltiplos

Nuevamente se aprecia que la acción se encuentra sobrevalorada, aunque si se efectúa un análisis más exhaustivo, se debiese haber tomado en cuenta sólo los múltiplos de ganancias y de ingresos. Esto debido a que el valor libro de los activos y pasivos de CAP no cambian radicalmente su valor ante cambios en los valores de mercado, mientras que otras partidas como caja, patrimonio económico o valor de la deuda sí pueden presentar cambios notorios y estos varían más fielmente con el presente económico y financiero de la firma, por lo cual estos deberían reflejar de mejor forma la valoración del precio.

En los Estados de Resultados de la empresa se puede apreciar como el ratio de ganancia por acción básica disminuyó más de 10 veces en los últimos años y la ganancia por actividades operacionales disminuyó más de 11 veces en el mismo período. Por otra parte, en la estructura de capital de la empresa se muestra como la deuda financiera aumentó a casi el doble en el período 2011 – 2014, y el patrimonio económico ha disminuido más de 3 veces su valor desde 2010, siendo a Junio de 2014 un 28% de lo que era a fines del 2010. Dado lo anterior, si sólo se hubiesen ocupado los múltiplos de ganancia e ingresos, el precio promedio sería de \$4.229, y si sólo se consideraran los de ganancia el precio estimado caería a \$2.681, los que comparados con el precio actual rondando los \$1.600, sólo lleva a reforzar el argumento respecto a que los supuestos sobreestimaron el real efecto en el precio de la acción.

Por lo anteriormente expuesto, se puede afirmar que la empresa se encontraba sobrevalorada, lo cual concuerda con la tendencia que experimentó el precio de la acción en los meses siguientes.

3. Comentarios finales

Al considerar los resultados de ambas metodologías se concluye que, al 30 de Junio de 2014, el precio de la acción de CAP estaba sobrevalorado por el mercado, es decir, su valor bursátil a esa fecha era mayor del que le correspondía según su Flujo de Caja Descontado y sus Múltiplos, lo cual se corroboró con la caída que experimentó el papel en los meses posteriores.

Las razón de esta sobrevaloración por parte del mercado podría estar dada en una falta de anticipación respecto a los efectos en la caída en el precio del hierro, principal fuente de ingresos de CAP. Probablemente el mercado estimó que la tendencia negativa en el precio de este commodity sería transitoria, tal como ocurrió hace exactamente un año desde la fecha de la valoración, cuando en Junio de 2013 alcanzó un mínimo y luego repuntó hasta mantener un valor relativamente estable durante los 6 meses siguientes¹. Lo anterior no ocurrió, manteniéndose la tendencia negativa del precio del hierro hasta esta fecha.

Finalmente, los anuncios que la empresa enviaba como señal de tranquilidad a sus inversionistas durante el período analizado aparentemente influyeron para que el mercado premiara la acción de CAP. A modo de ejemplo, el 30 de Mayo se informaba la marcha blanca del proyecto de hierro Cerro Negro Norte, con una inversión de 1.200 millones de dólares. El 5 de Junio, con la presencia de la Presidenta de la República, se inauguraba la planta fotovoltaica Amanecer Solar, la más grande de Latinoamérica, con una inversión de 250 millones de dólares. Además, se anunciaban nuevos proyectos que apuntaban a diversificar las áreas de negocios de la compañía (diversificar el riesgo) y gestión de costos (cierre de una línea de producción en Huachipato)²

¹ Ver Anexo 4: "Precios mensuales del Hierro – Período Enero 2013 / Enero 2015"

² <https://www.df.cl/noticias/empresas/actualidad/cap-inicia-marcha-blanca-de-cerro-negro-norte-e-inaugura-mayor-planta-solar-de-la-region/2014-06-05/200149.html>

BIBLIOGRAFÍA

MAQUIEIRA V., Carlos. “Finanzas Corporativas – Teoría y Práctica”, Editorial Andrés Bello, 2009.

FERNÁNDEZ, Pablo. “Valoración de Empresas”, Editorial Gestión, 2000.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan. “Principios de Inversiones”, Editorial Mc Graw Hill, 2004.

GONZÁLEZ A., Marcelo. “Apuntes Taller AFE – Valoración de Empresas”, Universidad de Chile, 2014.

CAP S.A., <http://www.cap.cl>

Bolsa de Comercio de Santiago, <http://www.bolsadesantiago.com>

Superintendencia de Valores y Seguros, <http://www.svs.cl>

Morningstar, <http://www.morningstar.com>

Banco Mundial, <http://www.worldbank.org>

Worldsteel Association, <http://www.worldsteel.org>

Quandl, <http://www.quandl.com>

Oanda, <http://www.oanda.com>

Diario Financiero, Edición del 6 de Junio de 2014.

ANEXO 1

ESTADOS FINANCIEROS DE CAP S.A.

| ACTIVOS | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--|
| | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MCLP | MCLP | MCLP | MCLP | MCLP | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | |
| ACTIVOS CORRIENTES | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Efectivo y equivalentes al efectivo | 181.828 | 111.193 | 295.297 | 133.467 | 428.568 | 100.114.497 | 58.235.110 | 141.329.144 | 69.597.702 | 200.728.394 | 4.167,34 | 2.498,34 | 6.187,59 | 3.121,81 | 9.355,55 | |
| Otros activos financieros corrientes | 232.523 | 197.832 | 416.036 | 749.777 | 552.037 | 128.027.164 | 103.610.553 | 199.114.830 | 390.978.714 | 258.557.570 | 5.329,22 | 4.444,98 | 8.717,53 | 17.537,37 | 12.050,85 | |
| Otros activos no financieros corrientes | 17.042 | 30.748 | 43.031 | 30.100 | 21.508 | 9.383.325 | 16.103.650 | 20.594.637 | 15.695.946 | 10.073.702 | 390,59 | 690,86 | 901,66 | 704,04 | 469,51 | |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes | 308.919 | 463.202 | 450.607 | 408.648 | 504.032 | 170.090.801 | 242.592.783 | 215.660.510 | 213.093.586 | 236.073.468 | 7.080,15 | 10.407,44 | 9.441,92 | 9.558,33 | 11.002,91 | |
| Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes | 2.019 | 4.032 | 6.509 | 66.765 | 36.055 | 1.111.661 | 2.111.679 | 3.115.207 | 34.815.277 | 16.887.080 | 46,27 | 90,59 | 136,39 | 1.561,64 | 787,07 | |
| Inventarios corrientes | 407.392 | 418.499 | 416.162 | 519.726 | 482.366 | 224.310.035 | 219.180.481 | 199.175.133 | 271.016.320 | 225.925.763 | 9.337,07 | 9.403,03 | 8.720,17 | 12.156,45 | 10.529,95 | |
| Activos por impuestos, corrientes | 117.854 | 130.207 | 78.268 | 74.445 | 99.714 | 64.890.412 | 68.193.312 | 37.459.065 | 38.820.090 | 46.703.046 | 2.701,11 | 2.925,55 | 1.640,01 | 1.741,28 | 2.176,73 | |
| Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios | 1.267.577 | 1.355.713 | 1.705.910 | 1.982.928 | 2.124.280 | 697.927.896 | 710.027.569 | 816.448.526 | 1.034.017.635 | 994.949.024 | 29.051,75 | 30.460,79 | 35.745,26 | 46.380,92 | 46.372,57 | |
| Activos corrientes totales | 1.267.577 | 1.355.713 | 1.705.910 | 1.982.928 | 2.124.280 | 697.927.896 | 710.027.569 | 816.448.526 | 1.034.017.635 | 994.949.024 | 29.051,75 | 30.460,79 | 35.745,26 | 46.380,92 | 46.372,57 | |
| ACTIVOS NO CORRIENTES | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Otros activos financieros no corrientes | 37.219 | 37.350 | 1.567 | 327 | 3.965 | 20.492.781 | 19.561.316 | 749.966 | 170.517 | 1.857.087 | 853,03 | 899,20 | 32,83 | 7,65 | 86,56 | |
| Otros activos no financieros no corrientes | 24.844 | 25.647 | 7.066 | 13.441 | 12.904 | 13.679.106 | 13.432.103 | 3.381.788 | 7.008.944 | 6.043.846 | 569,40 | 576,25 | 148,06 | 314,39 | 281,69 | |
| Derechos por cobrar no corrientes | | | | | | | | | | | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 178,48 | |
| Cuentas por cobrar no corrientes | 6.614 | 6.050 | 7.243 | 7.281 | 0 | 3.641.668 | 3.168.567 | 3.466.500 | 3.796.750 | 0 | 151,59 | 135,93 | 151,77 | 170,30 | 0,00 | |
| Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación | 9.452 | 11.183 | 11.401 | 10.635 | 11.030 | 5.204.271 | 5.856.873 | 5.456.519 | 5.545.727 | 5.166.121 | 216,63 | 251,26 | 238,89 | 248,75 | 240,78 | |
| Activos intangibles distintos de la plusvalía | 788.933 | 813.266 | 855.005 | 896.134 | 938.924 | 434.386.510 | 425.931.802 | 409.205.393 | 467.298.036 | 439.763.834 | 18.081,65 | 18.272,84 | 17.915,58 | 20.960,68 | 20.496,51 | |
| Plusvalía | 1.767 | 1.767 | 1.767 | 1.767 | 1.767 | 972.910 | 925.431 | 845.686 | 921.420 | 827.610 | 40,50 | 39,70 | 37,03 | 41,33 | 38,57 | |
| Propiedades, planta y equipo | 3.629.200 | 3.426.843 | 2.560.258 | 1.841.263 | 1.733.405 | 1.998.237.520 | 1.794.740.484 | 1.225.339.479 | 960.145.004 | 811.874.900 | 83.178,07 | 76.995,90 | 53.647,08 | 43.067,36 | 37.839,85 | |
| Activos por impuestos diferidos | 12.899 | 14.148 | 12.626 | 17.176 | 35.052 | 7.102.189 | 7.409.732 | 6.042.804 | 8.956.597 | 16.417.305 | 295,63 | 317,88 | 264,56 | 401,75 | 765,18 | |
| Total de activos no corrientes | 4.510.928 | 4.336.254 | 3.456.933 | 2.788.024 | 2.745.223 | 2.483.716.957 | 2.271.026.307 | 1.654.488.134 | 1.453.842.995 | 1.285.780.097 | 103.386,50 | 97.428,97 | 72.435,81 | 65.212,21 | 59.927,62 | |
| Total de activos | 5.778.505 | 5.691.967 | 5.162.843 | 4.770.952 | 4.869.503 | 3.181.644.853 | 2.981.053.877 | 2.470.936.660 | 2.487.860.630 | 2.280.729.120 | 132.438,25 | 127.889,75 | 108.181,06 | 111.593,13 | 106.300,19 | |
| PATRIMONIO Y PASIVOS | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | |
| | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MCLP | MCLP | MCLP | MCLP | MCLP | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF | |
| PASIVOS CORRIENTES | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Otros pasivos financieros corrientes | 240.355 | 136.148 | 156.480 | 120.976 | 219.336 | 132.339.463 | 71.304.792 | 74.891.328 | 63.084.145 | 102.730.402 | 5.508,73 | 3.059,04 | 3.278,85 | 2.829,64 | 4.788,06 | |
| Cuentas comerciales y otras cuentas por pagar | 449.776 | 586.467 | 485.405 | 298.530 | 285.912 | 247.646.666 | 307.150.362 | 232.314.833 | 155.671.454 | 133.912.603 | 10.308,47 | 13.177,01 | 10.171,07 | 6.982,65 | 6.241,40 | |
| Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes | 54.951 | 76.774 | 116.587 | 195.519 | 170.233 | 30.256.021 | 40.208.847 | 55.798.538 | 101.955.338 | 79.732.030 | 1.259,43 | 1.724,99 | 2.442,94 | 4.573,21 | 3.716,15 | |
| Otras provisiones a corto plazo | 15.251 | 21.355 | 21.558 | 24.160 | 19.795 | 8.397.201 | 11.184.254 | 10.317.659 | 12.598.474 | 9.271.384 | 349,54 | 479,81 | 451,72 | 565,11 | 432,12 | |
| Pasivos por impuestos, corrientes | 4.867 | 10.769 | 24.840 | 86.192 | 113.334 | 2.679.770 | 5.640.048 | 11.888.424 | 44.945.680 | 53.082.246 | 111,55 | 241,96 | 520,49 | 2.016,04 | 2.474,06 | |
| Provisiones corrientes por beneficios a los empleados | 32.080 | 38.160 | 46.637 | 42.018 | 41.518 | 17.663.248 | 19.985.537 | 22.320.468 | 21.910.706 | 19.445.786 | 735,25 | 857,40 | 977,22 | 982,81 | 906,33 | |
| Otros pasivos no financieros corrientes | 2.575 | 4.315 | 5.773 | 3.743 | 5.890 | 1.417.795 | 2.259.895 | 2.762.958 | 1.951.825 | 2.758.699 | 59,02 | 96,95 | 120,97 | 87,55 | 128,58 | |
| Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta | 799.855 | 873.988 | 857.280 | 771.138 | 856.018 | 440.400.163 | 457.733.735 | 410.294.208 | 402.117.621 | 400.933.151 | 18.331,97 | 19.637,17 | 17.963,25 | 18.037,01 | 18.686,69 | |
| PASIVOS CORRIENTES TOTALES | 799.855 | 873.988 | 857.280 | 771.138 | 856.018 | 440.400.163 | 457.733.735 | 410.294.208 | 402.117.621 | 400.933.151 | 18.331,97 | 19.637,17 | 17.963,25 | 18.037,01 | 18.686,69 | |
| PASIVOS NO CORRIENTES | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Otros pasivos financieros no corrientes | 957.848 | 795.383 | 562.205 | 506.898 | 781.544 | 527.391.109 | 416.565.939 | 269.071.313 | 264.327.031 | 366.051.763 | 21.953,03 | 17.871,03 | 11.780,32 | 11.856,40 | 17.060,94 | |
| Otras provisiones a largo plazo | 15.362 | 15.287 | 13.920 | 19.400 | 5.273 | 8.458.317 | 8.006.261 | 6.662.112 | 10.116.324 | 2.469.715 | 352,08 | 343,48 | 291,68 | 453,77 | 115,11 | |
| Pasivo por impuestos diferidos | 356.117 | 350.838 | 366.133 | 344.586 | 381.655 | 196.078.020 | 183.744.386 | 175.231.254 | 179.687.816 | 178.755.752 | 8.161,89 | 7.882,79 | 7.671,87 | 8.059,91 | 8.331,45 | |
| Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados | 95.584 | 115.212 | 158.800 | 143.394 | 153.582 | 52.628.550 | 60.339.981 | 76.001.680 | 74.774.235 | 71.933.201 | 2.190,70 | 2.588,64 | 3.327,46 | 3.354,00 | 3.352,66 | |
| Otros pasivos no financieros no corrientes | 277.188 | 301.600 | 96.095 | 15.110 | 5.272 | 152.619.713 | 157.956.968 | 45.991.067 | 7.879.267 | 2.469.247 | 6.352,91 | 6.776,49 | 2.013,55 | 353,42 | 115,09 | |
| Total de pasivos no corrientes | 1.702.099 | 1.578.320 | 1.197.153 | 1.029.388 | 1.327.326 | 937.175.709 | 826.613.534 | 572.957.426 | 536.784.666 | 621.679.679 | 39.010,61 | 35.462,43 | 25.084,88 | 24.077,51 | 28.275,24 | |
| Total Pasivos | 2.501.954 | 2.452.308 | 2.054.433 | 1.800.526 | 2.183.344 | 1.377.575.872 | 1.284.347.269 | 983.251.634 | 938.902.288 | 1.022.612.829 | 57.342,58 | 55.099,59 | 43.048,13 | 42.114,52 | 47.661,93 | |
| PATRIMONIO | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Capital emitido | 379.444 | 379.444 | 379.444 | 379.444 | 379.444 | 208.921.866 | 198.726.206 | 181.601.898 | 197.864.868 | 177.720.186 | 8.696,52 | 8.525,52 | 7.950,79 | 8.875,24 | 8.283,18 | |
| Ganancias (Pérdidas) acumuladas | 1.582.303 | 1.562.797 | 1.477.114 | 1.368.803 | 1.154.101 | 871.216.032 | 818.483.673 | 706.946.760 | 713.776.012 | 540.546.285 | 36.264,99 | 35.113,65 | 30.951,12 | 32.016,46 | 25.193,77 | |
| Otras reservas | -14.870 | -17.856 | -18.745 | -24.169 | -14.471 | -8.187.422 | -9.351.723 | -8.971.357 | -12.603.167 | -6.777.782 | -340,81 | -401,20 | -392,78 | -565,32 | -315,90 | |
| Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora | 1.946.877 | 1.924.385 | 1.837.813 | 1.724.078 | 1.519.074 | 1.071.950.476 | 1.007.858.156 | 879.577.302 | 899.037.714 | 711.488.689 | 44.620,71 | 43.237,97 | 38.509,13 | 40.326,39 | 33.161,06 | |
| Participaciones no controladoras | 1.329.674 | 1.315.274 | 1.270.597 | 1.246.348 | 1.167.085 | 732.118.504 | 688.848.452 | 608.107.724 | 649.920.628 | 546.627.601 | 30.474,96 | 29.552,19 | 26.623,81 | 29.152,23 | 25.477,21 | |
| Patrimonio Total | 3.276.551 | 3.239.659 | 3.108.410 | 2.970.426 | 2.686.159 | 1.804.068.981 | 1.696.706.608 | 1.487.685.026 | 1.548.958.342 | 1.258.116.291 | 75.095,67 | 72.790,16 | 65.132,93 | 69.478,62 | 58.638,27 | |
| Total de patrimonio y pasivos | 5.778.505 | 5.691.967 | 5.162.843 | 4.770.952 | 4.869.503 | 3.181.644.853 | 2.981.053.877 | 2.470.936.660 | 2.487.860.630 | 2.280.729.120 | 132.438,25 | 127.889,75 | 108.181,06 | 111.593,13 | 106.300,19 | |

| ESTADO DE RESULTADO | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MCLP | MCLP | MCLP | MCLP | MCLP | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| GANANCIA (PÉRDIDA) | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ingresos de actividades ordinarias | 994.379 | 2.296.562 | 2.470.003 | 2787033 | 1.993.583 | 547.505.077 | 1.202.778.416 | 1.182.143.436 | 1.453.326.228 | 933.734.470 | 22.790,29 | 51.600,22 | 51.755,89 | 65.189,03 | 43.519,48 |
| Costo de ventas | -796.002 | -1.594.257 | -1.762.294 | -1644586 | -1.206.932 | -438.278.701 | -834.960.219 | -843.433.908 | -857.585.816 | -565.290.741 | -18.243,67 | -35.820,51 | -36.926,72 | -38.467,06 | -26.347,06 |
| Ganancia bruta | 198.377 | 702.305 | 707.709 | 1.142.447 | 786.651 | 109.226.376 | 367.818.198 | 338.709.527 | 595.740.413 | 368.443.729 | 4.546,63 | 15.779,71 | 14.829,18 | 26.721,97 | 17.172,42 |
| Otros ingresos | 8.884 | 18.779 | 16.673 | 53565 | 566.168 | 4.891.530 | 9.835.126 | 7.979.698 | 27.932.005 | 265.176.106 | 203,61 | 421,94 | 349,36 | 1.252,89 | 12.359,32 |
| Costos de distribución | -10.902 | -28.680 | -24.935 | -22.060 | -21.206 | -6.002.641 | -15.020.576 | -11.933.891 | -11.503.408 | -9.932.254 | -249,86 | -644,40 | -522,48 | -515,99 | -462,92 |
| Gasto de administración | -45.322 | -116.336 | -123.560 | -140.913 | -127.674 | -24.954.293 | -60.928.653 | -59.135.816 | -73.480.493 | -59.798.671 | -1.038,74 | -2.613,89 | -2.589,05 | -3.295,97 | -2.787,10 |
| Otros gastos, por función | -29.166 | -134.878 | -78.228 | -70014 | -177.011 | -16.058.800 | -70.639.655 | -37.439.921 | -36.509.500 | -82.906.642 | -668,46 | -3.030,50 | -1.639,17 | -1.637,64 | -3.864,11 |
| Otras ganancias (pérdidas) | 4.341 | -789 | 15.175 | -20640 | 6.946 | 2.390.155 | -413.223 | 7.262.755 | -10.762.934 | 3.253.298 | 99,49 | -17,73 | 317,97 | -482,77 | 151,63 |
| Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales | 126.212 | 440.401 | 512.834 | 942.385 | 1.033.874 | 69.492.327 | 230.651.216 | 245.442.352 | 491.416.082 | 484.235.565 | 2.892,67 | 9.895,13 | 10.745,81 | 22.042,50 | 22.569,25 |
| Ingresos financieros | 3.277 | 13.444 | 51.846 | 21922 | 17.708 | 1.804.316 | 7.041.026 | 24.813.496 | 11.431.446 | 8.293.896 | 75,11 | 302,07 | 1.086,37 | 512,76 | 386,56 |
| Costos financieros | -42.956 | -40.560 | -49.529 | -89044 | -64.928 | -23.651.574 | -21.242.489 | -23.704.579 | -46.432.884 | -30.410.327 | -984,51 | -911,32 | -1.037,82 | -2.082,75 | -1.417,36 |
| Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación | -1.165 | -1.070 | -351 | 337 | 27.295 | -641.449 | -560.391 | -167.989 | 175.732 | 12.784.159 | -26,70 | -24,04 | -7,35 | 7,88 | 595,84 |
| Diferencias de cambio | 1.467 | -7.305 | -1.128 | -19551 | -9.845 | 807.730 | -3.825.848 | -539.861 | -10.195.064 | -4.611.103 | 33,62 | -164,13 | -23,64 | -457,30 | -214,91 |
| Resultado por unidades de reajuste | 1.379 | 525 | 333 | 216 | -608 | 759.277 | 274.958 | 159.374 | 112.635 | -284.769 | 31,61 | 11,80 | 6,98 | 5,05 | -13,27 |
| Ganancia (pérdida), antes de impuestos | 88.214 | 405.435 | 514.005 | 856.265 | 1.003.496 | 48.570.628 | 212.338.473 | 246.002.793 | 446.507.947 | 470.007.422 | 2.021,79 | 9.109,50 | 10.770,35 | 20.028,14 | 21.906,10 |
| Gasto por impuestos a las ganancias | -18.935 | -122.717 | -187.310 | -226071 | -181.290 | -10.425.611 | -64.270.574 | -89.646.566 | -117.886.984 | -84.910.797 | -433,97 | -2.757,26 | -3.924,85 | -5.287,83 | -3.957,52 |
| Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas | 69.279 | 282.718 | 326.695 | 630.194 | 822.206 | 38.145.017 | 148.067.898 | 156.356.227 | 328.620.963 | 385.096.624 | 1.587,81 | 6.352,24 | 6.845,49 | 14.740,31 | 17.948,58 |
| Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas | 0 | | | | | | | | | | | | | | |
| Ganancia (pérdida) | 69.279 | 282.718 | 326.695 | 630.194 | 822.206 | 38.145.017 | 148.067.898 | 156.356.227 | 328.620.963 | 385.096.624 | 1.587,81 | 6.352,24 | 6.845,49 | 14.740,31 | 17.948,58 |
| Ganancia (pérdida), atribuible a | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora | 45.863 | 183.526 | 233.699 | 441656 | 590.367 | 25.252.168 | 96.118.072 | 111.848.341 | 230.305.938 | 276.510.192 | 1.051,14 | 4.123,55 | 4.896,88 | 10.330,39 | 12.887,58 |
| Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras | 23.416 | 99.192 | 97.052 | 188538 | 231.839 | 12.892.850 | 51.949.826 | 46.449.087 | 98.315.025 | 108.586.432 | 536,67 | 2.228,69 | 2.033,61 | 4.409,93 | 5.061,00 |
| Ganancia (pérdida) | 69.279 | 282.718 | 330.751 | 630.194 | 822.206 | 38.145.017 | 148.067.898 | 158.297.429 | 328.620.963 | 385.096.624 | 1.587,81 | 6.352,24 | 6.930,48 | 14.740,31 | 17.948,58 |
| Ganancias por acción | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ganancia por acción básica | US\$ | US\$ | US\$ | US\$ | US\$ | CLP | CLP | CLP | CLP | CLP | UF | UF | UF | UF | UF |
| Ganancia (pérdida) por acción básica en operaciones continuadas | 0,306882 | 1,228025 | 1,563747 | 2,955246 | 3,950314 | 169 | 643 | 748 | 1.541 | 1.850 | 0,007 | 0,028 | 0,033 | 0,069 | 0,086 |
| Ganancia (pérdida) por acción básica | 0,306882 | 1,228025 | 1,563747 | 2,955246 | 3,950314 | 169 | 643 | 748 | 1.541 | 1.850 | 0,007 | 0,028 | 0,033 | 0,069 | 0,086 |

| ESTADO DEL RESULTADO INTEGRAL | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 |
|--|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MCLP | MCLP | MCLP | MCLP | MCLP | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| Ganancia (pérdida) | 69.279 | 282.718 | 330.751 | 630.194 | 822.206 | 38.145.017 | 148.067.898 | 158.297.429 | 328.620.963 | 385.096.624 | 1.587,81 | 6.352,24 | 6.930,48 | 14.740,31 | 17.948,58 |
| Otro resultado integral | | | | | | | | | | | | | | | |
| Componentes de otro resultado integral que no se reclasificarán al resultado del periodo, antes de impuestos | | | | | | | | | | | | | | | |
| Otro resultado integral, antes de impuestos, ganancias (pérdidas) actuariales por planes de beneficio definidos | 1.136 | 4.270 | -3.648 | 0 | 0 | 625.482 | 2.236.327 | -1.745.933 | 0 | 0 | 26,04 | 95,94 | -76,44 | 0,00 | 0,00 |
| Otro resultado integral que no se reclasificará al resultado de periodo, antes de impuestos | 1.136 | 4.270 | -3.648 | 0 | 0 | 625.482 | 2.236.327 | -1.745.933 | 0 | 0 | 26,04 | 95,94 | -76,44 | 0,00 | 0,00 |
| Componentes de otro resultado integral que se reclasificarán al resultado del periodo, antes de impuestos | | | | | | | | | | | | | | | |
| Diferencias de cambio por conversión | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ganancias (pérdidas) por diferencias de cambio de conversión, antes de impuestos | -570 | -969 | 1.105 | -682 | 1.005 | -313.842 | -507.494 | 528.853 | -355.636 | 470.712 | -13,06 | -21,77 | 23,15 | -15,95 | 21,94 |
| Otro resultado integral, antes de impuestos, diferencias de cambio por conversión | -570 | -969 | 1.105 | -682 | 1.005 | -313.842 | -507.494 | 528.853 | -355.636 | 470.712 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Activos financieros disponibles para la venta | | | | | | | | | | | | | | | |
| Coberturas del flujo de efectivo | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ganancias (pérdidas) por coberturas de flujos de efectivo, antes de impuestos | | -2.134 | 9.838 | -9.016 | -7.052 | 0 | -1.117.640 | 4.708.467 | -4.701.483 | -3.302.945 | 0,00 | -47,95 | 206,14 | -210,89 | -153,94 |
| Otro resultado integral, antes de impuestos, coberturas del flujo de efectivo | 3.376 | -2.134 | 9.838 | -9.016 | -7.052 | 1.858.826 | -1.117.640 | 4.708.467 | -4.701.483 | -3.302.945 | 77,37 | -47,95 | 206,14 | -210,89 | -153,94 |
| Coberturas de inversiones netas en negocios en el extranjero antes de impuesto | | | | | | | | | | | | | | | |
| Otro resultado integral que se reclasificará al resultado de periodo, antes de impuesto | 2.806 | -3.103 | 10.943 | | | 1.544.984 | -1.625.134 | 5.237.320 | 0 | 0 | 64,31 | -69,72 | 229,30 | 0,00 | 0,00 |
| Otros componentes de otro resultado integral, antes de impuestos | 3.942 | 1.167 | 7.295 | -9.698 | -6.047 | 2.170.465 | 611.193 | 3.491.387 | -5.057.119 | -2.832.233 | 90,35 | 26,22 | 152,86 | -226,84 | -132,00 |
| Impuestos a las ganancias relativos a componentes de otro resultado integral que no se reclasificará al resultado del periodo | | | | | | | | | | | | | | | |
| Impuesto a las ganancias relativo a nuevas mediciones de planes de beneficios definidos de otro resultado integral | -258 | -854 | 730 | 0 | 0 | -142.055 | -447.265 | 349.378 | 0 | 0 | -5,91 | -19,19 | 15,30 | 0,00 | 0,00 |
| Impuestos a las ganancias relativos a componentes de otro resultado integral que no se reclasificará al resultado del periodo | -258 | -854 | 730 | 0 | 0 | -142.055 | -447.265 | 349.378 | 0 | 0 | -5,91 | -19,19 | 15,30 | 0,00 | 0,00 |
| Impuestos a las ganancias relativos a componentes de otro resultado integral que se reclasificará al resultado del periodo | | | | | | | | | | | | | | | |
| Impuesto a las ganancias relacionado con coberturas de flujos de efectivo de otro resultado integral | -675 | 427 | -1.968 | 0 | 0 | -371.655 | 223.633 | -941.885 | 0 | 0 | -15,47 | 9,59 | -41,24 | 0,00 | 0,00 |
| Impuestos a las ganancias relativos a componentes de otro resultado integral que se reclasificará al resultado del periodo | -675 | 427 | -1.968 | 0 | 0 | -371.655 | 223.633 | -941.885 | 0 | 0 | -15,47 | 9,59 | -41,24 | 0,00 | 0,00 |
| Otro resultado integral | 3.009 | 740 | 6.057 | -9.698 | 0 | 1.656.755 | 387.560 | 2.898.880 | -5.057.119 | 0 | 68,96 | 16,63 | 126,92 | -226,84 | 0,00 |
| Resultado integral | 72.288 | 283.458 | 336.808 | 620.496 | 816.159 | 39.801.773 | 148.455.458 | 161.196.309 | 323.563.844 | 382.264.391 | 1.656,78 | 6.368,87 | 7.057,40 | 14.513,47 | 17.816,57 |
| Resultado integral atribuible a | | | | | | | | | | | | | | | |
| Resultado integral atribuible a los propietarios de la controladora | 48.872 | 184.266 | 239.756 | 431.958 | 584.320 | 26.908.923 | 96.505.632 | 114.747.222 | 225.248.819 | 273.677.958 | 1.120,10 | 4.140,17 | 5.023,79 | 10.103,55 | 12.755,58 |
| Resultado integral atribuible a participaciones no controladoras | 23.416 | 99.192 | 97.052 | 188.538 | 231.839 | 12.892.850 | 51.949.826 | 46.449.087 | 98.315.025 | 108.586.432 | 536,67 | 2.228,69 | 2.033,61 | 4.409,93 | 5.061,00 |
| Resultado integral | 72.288 | 283.458 | 336.808 | 620.496 | 816.159 | 39.801.773 | 148.455.458 | 161.196.309 | 323.563.844 | 382.264.391 | 1.656,78 | 6.368,87 | 7.057,40 | 14.513,47 | 17.816,57 |

| ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | 30.06.2014 | 31.12.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 |
|--|-----------------------|------------------------|-----------------------|------------|------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------|--------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MUS\$ | MCLP | MCLP | MCLP | MCLP | MCLP | MUF | MUF | MUF | MUF | MUF |
| Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación | | | | | | | | | | | | | | | |
| Clases de cobros por actividades de operación | | | | | | | | | | | | | | | |
| Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios | 1.127.627 | 2.542.272 | 2.647.300 | 2.738.180 | 2.120.844 | 620.871.426 | 1.331.464.115 | 1.266.997.780 | 1.427.851.343 | 993.339.704 | 25.844,22 | 57.120,95 | 55.470,94 | 64.046,35 | 46.297,56 |
| Otros cobros por actividades de operación | 366 | 25.192 | 7.544 | | | 201.520 | 13.193.806 | 3.610.558 | 0 | 0 | 8,39 | 566,03 | 158,08 | 0,00 | 0,00 |
| Cobros procedentes de primas y prestaciones, anualidades y otros beneficios de pólizas suscritas | | | | 88.000 | 35.000 | | | | 45.888.480 | 16.392.950 | | | | 2.058,33 | 764,04 |
| Otros cobros por actividades de operación | | | | 70.484 | 54.643 | | | | 36.754.587 | 25.593.142 | | | | 1.648,63 | 1.192,84 |
| Clases de pagos | | | | | | | | | | | | | | | |
| Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios | -776.689 | -1.334.318 | -1.244.385 | -1.745.824 | -1.446.568 | -427.644.963 | -698.822.366 | -595.562.661 | -910.377.383 | -677.529.054 | -17.801,03 | -29.980,08 | -26.074,57 | -40.835,03 | -31.578,27 |
| Pagos a y por cuenta de los empleados | -128.171 | -284.202 | -256.708 | -249.420 | -186.249 | -70.570.953 | -148.845.113 | -122.860.449 | -130.062.553 | -87.233.444 | -2.937,57 | -6.385,58 | -5.379,00 | -5.833,96 | -4.065,78 |
| Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) las operaciones | <u>223.133</u> | <u>948.944</u> | <u>1.153.751</u> | | | 122.857.030 | 496.990.441 | 552.185.229 | 0 | 0 | 5.114,01 | 21.321,31 | 24.175,44 | 0,00 | 0,00 |
| Intereses pagados | | | | -68.329 | -56.398 | | | | -35.630.840 | -26.415.131 | | | | -1.598,22 | -1.231,16 |
| Intereses recibidos | 1.125 | 7.933 | 15.094 | 8.552 | 8.651 | 619.425 | 4.154.750 | 7.223.988 | 4.459.526 | 4.051.869 | 25,78 | 178,24 | 316,28 | 200,03 | 188,85 |
| Impuestos a las ganancias pagados (reembolsados) | 37 | -141.329 | -170.648 | -251.401 | -13.332 | 20.372 | -74.018.237 | -81.672.133 | -131.095.565 | -6.244.309 | 0,85 | -3.175,45 | -3.575,72 | -5.880,30 | -291,03 |
| Otras entradas (salidas) de efectivo | <u>-9.743</u> | <u>-38.757</u> | <u>-19.206</u> | -7.663 | -8.357 | -5.364.496 | -20.298.204 | -9.191.992 | -3.995.948 | -3.914.168 | -223,30 | -870,81 | -402,44 | -179,24 | -182,43 |
| Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación | <u>214.552</u> | <u>776.791</u> | <u>978.991</u> | 582.572 | 508.234 | 118.132.331 | 406.828.750 | 468.545.093 | 303.787.995 | 238.041.559 | 4.917,34 | 17.453,30 | 20.513,56 | 13.626,43 | 11.094,64 |
| Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión | | | | | | | | | | | | | | | |
| Flujos de efectivo utilizados en la compra de participaciones no controladoras | 0 | -15.065 | -809 | 0 | -5.000 | 0 | -7.889.992 | -387.187 | 0 | -2.341.850 | 0,00 | -338,49 | -16,95 | 0,00 | -109,15 |
| Otros pagos para adquirir patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades | | -20.889 | | | | | -10.940.196 | | | | | -469,34 | | | |
| Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo | 1.300 | 262 | 484 | 1.531 | 3.746 | 715.780 | 137.217 | 231.642 | 798.355 | 1.754.514 | 29,79 | 5,89 | 10,14 | 35,81 | 81,77 |
| Compras de propiedades, planta y equipo | -301.261 | -974.791 | -777.379 | -282.447 | -206.619 | -165.874.307 | -510.527.290 | -372.053.589 | -147.284.813 | -96.774.141 | -6.904,64 | -21.902,06 | -16.289,03 | -6.606,47 | -4.510,45 |
| Anticipos de efectivo y préstamos concedidos a terceros | -538 | -1.803 | -10.604 | -13.430 | | -296.223 | -944.285 | -5.075.074 | -7.003.208 | 0 | -12,33 | -40,51 | -222,19 | -314,13 | 0,00 |
| Pagos derivados de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera | -3.343 | -9.630 | -9.705 | | | -1.840.656 | -5.043.520 | -4.644.813 | | | -76,62 | -216,37 | -203,36 | | |
| Cobros procedentes de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera | 0 | 5.487 | 18.253 | 1.774 | | 0 | 2.873.707 | 8.735.886 | 925.070 | | 0,00 | 123,28 | 382,47 | 41,49 | |
| Intereses recibidos | 101 | 308 | 385 | 312 | 2.132 | 55.611 | 161.309 | 184.261 | 162.696 | 998.565 | 2,31 | 6,92 | 8,07 | 7,30 | 46,54 |
| Otras entradas (salidas) de efectivo | <u>-40.072</u> | <u>205.983</u> | <u>324.906</u> | -35.464 | -360.579 | -22.063.643 | 107.879.477 | 155.500.012 | -18.493.057 | -168.884.386 | -918,41 | 4.628,12 | 6.808,01 | -829,51 | -7.871,36 |
| Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión | <u>-343.813</u> | <u>-810.138</u> | <u>-454.469</u> | -327.724 | -566.320 | -189.303.438 | -424.293.575 | -217.508.863 | -170.894.957 | -265.247.298 | -7.879,89 | -18.202,56 | -9.522,84 | -7.665,50 | -12.362,64 |
| Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación | | <u>-810.138</u> | <u>454.469</u> | | | | <u>-424.293.575</u> | <u>217.508.863</u> | | | | <u>-18.202,56</u> | <u>9.522,84</u> | | |
| Importes procedentes de la emisión de acciones | 10.243 | 25.223 | 5.672 | 31.937 | 401.000 | 5.639.796 | 13.210.042 | 2.714.619 | 16.653.868 | 187.816.370 | 234,76 | 566,72 | 118,85 | 747,01 | 8.753,74 |
| Total importes procedentes de préstamos | 354.364 | | | | | 195.112.818 | | | | | 8.121,71 | | | | |
| Importes procedentes de préstamos de largo plazo | 296.906 | 135.050 | 45.000 | 50.000 | | 163.476.444 | 70.729.737 | 21.537.000 | 26.073.000 | 0 | 6.804,82 | 3.034,37 | 942,92 | 1.169,51 | 0,00 |
| Importes procedentes de préstamos de corto plazo | 57.458 | 117.134 | 179.290 | 108.389 | 261.095 | 31.636.375 | 61.346.590 | 85.808.194 | 56.520.528 | 122.289.065 | 1.316,89 | 2.631,82 | 3.756,80 | 2.535,23 | 5.699,65 |
| Pago de préstamo | | | | 571 | -193.619 | | | | 297.754 | -90.685.331 | | | | 13,36 | -4.226,66 |
| Reembolsos de préstamos | -76.180 | -175.102 | -296.660 | -413.454 | | -41.944.708 | -91.706.170 | -141.981.476 | -215.599.723 | 0 | -1.745,98 | -3.934,27 | -6.216,15 | -9.670,74 | 0,00 |
| Pagos de pasivos por arrendamientos financieros | -245 | -1.015 | 2.434 | -3.416 | -2.795 | -134.897 | -531.586 | 1.164.912 | -1.781.307 | -1.309.094 | -5,62 | -22,81 | 51,00 | -79,90 | -61,01 |
| Dividendos pagados | -78.116 | -229.794 | -265.229 | 322.320 | -155.399 | -43.010.670 | -120.350.012 | -126.938.599 | 168.076.987 | -72.784.230 | -1.790,35 | -5.163,12 | -5.557,55 | 7.539,10 | -3.392,33 |
| Intereses pagados | <u>-9.835</u> | <u>-23.115</u> | <u>-27.395</u> | 0 | 0 | -5.415.151 | -12.106.019 | -13.111.247 | 0 | 0 | -225,41 | -519,36 | -574,03 | 0,00 | 0,00 |
| Otras entradas (salidas) de efectivo | | <u>277</u> | <u>-2.033</u> | 0 | -23.775 | 0 | 145.073 | -972.994 | 0 | -11.135.497 | 0,00 | 6,22 | -42,60 | 0,00 | -519,00 |
| Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación | <u>200.231</u> | <u>-151.342</u> | <u>-363.789</u> | -548.293 | 286.507 | 110.247.189 | -79.262.346 | -174.109.415 | -285.912.868 | 134.191.284 | 4.589,12 | -3.400,42 | -7.622,75 | -12.824,64 | 6.254,39 |
| Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio | <u>70.970</u> | <u>-184.689</u> | <u>160.733</u> | -293.438 | 228.421 | 39.076.082 | -96.727.170 | 76.926.814 | -153.016.179 | 106.985.544 | 1.626,57 | -4.149,68 | 3.367,96 | -6.863,55 | 4.986,38 |
| Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo | | | | | | | | | | | | | | | |
| Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo | <u>-335</u> | <u>585</u> | <u>1.097</u> | -1.663 | 0 | -184.451 | 306.382 | 525.024 | -867.188 | 0 | -7,68 | 13,14 | 22,99 | -38,90 | 0,00 |
| Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del período | <u>70.635</u> | <u>-184.104</u> | <u>161.830</u> | -295.101 | 228.421 | 38.891.631 | -96.420.788 | 77.451.838 | -153.883.367 | 106.985.544 | 1.618,89 | -4.136,53 | 3.390,95 | -6.902,45 | 4.986,38 |
| Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período | <u>111.193</u> | <u>295.297</u> | <u>133.467</u> | 428.568 | 200.147 | 61.222.866 | 154.655.898 | 63.877.306 | 223.481.069 | 93.742.850 | 2.548,45 | 6.634,87 | 2.796,64 | 10.024,26 | 4.369,17 |
| | <u>181.828</u> | <u>111.193</u> | <u>295.297</u> | 133.467 | 428.568 | 100.114.497 | 58.235.110 | 141.329.144 | 69.597.702 | 200.728.394 | 4.167,34 | 2.498,34 | 6.187,59 | 3.121,81 | 9.355,55 |

ANEXO 2

ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL DE LA ACCIÓN

Precios y retornos:

| | Día | Mes | Año | Precio CAP | Retorno CAP | Precio IGPA | Retorno IGPA |
|---------|-----|-----|------|------------|-------------|-------------|--------------|
| Viernes | 04 | 07 | 2008 | 20.313,00 | | 13.526,93 | |
| Viernes | 11 | 07 | 2008 | 18.832,00 | -0,07 | 13.462,33 | -0,00 |
| Viernes | 21 | 07 | 2008 | 18.499,00 | -0,02 | 13.687,35 | 0,02 |
| Viernes | 28 | 07 | 2008 | 19.300,00 | 0,04 | 13922,96 | 0,02 |
| Viernes | 04 | 08 | 2008 | 20.132,00 | 0,04 | 14149,87 | 0,02 |
| Viernes | 11 | 08 | 2008 | 19.152,00 | -0,05 | 13987,97 | -0,01 |
| Viernes | 19 | 08 | 2008 | 17.300,00 | -0,10 | 13425,9 | -0,04 |
| Viernes | 26 | 08 | 2008 | 18.173,00 | 0,05 | 13765,98 | 0,03 |
| Viernes | 02 | 09 | 2008 | 17.556,00 | -0,03 | 13656,48 | -0,01 |
| Viernes | 09 | 09 | 2008 | 13.645,00 | -0,22 | 13017,67 | -0,05 |
| Viernes | 16 | 09 | 2008 | 14.382,00 | 0,05 | 13038,27 | 0,00 |
| Viernes | 25 | 09 | 2008 | 14.987,00 | 0,04 | 13177,28 | 0,01 |
| Viernes | 02 | 10 | 2008 | 11.790,00 | -0,21 | 12650,07 | -0,04 |
| Viernes | 09 | 10 | 2008 | 8.500,80 | -0,28 | 10840,91 | -0,14 |
| Viernes | 16 | 10 | 2008 | 9.190,20 | 0,08 | 11503,13 | 0,06 |
| Viernes | 23 | 10 | 2008 | 8.300,00 | -0,10 | 11493,27 | -0,00 |
| Viernes | 30 | 10 | 2008 | 8.054,40 | -0,03 | 11786,27 | 0,03 |
| Viernes | 07 | 11 | 2008 | 8.281,20 | 0,03 | 12140,28 | 0,03 |
| Viernes | 14 | 11 | 2008 | 8.633,10 | 0,04 | 12053,91 | -0,01 |
| Viernes | 21 | 11 | 2008 | 7.550,00 | -0,13 | 11372,91 | -0,06 |
| Viernes | 28 | 11 | 2008 | 8.016,80 | 0,06 | 11486,7 | 0,01 |
| Viernes | 05 | 12 | 2008 | 6.752,30 | -0,16 | 11102,2 | -0,03 |
| Viernes | 15 | 12 | 2008 | 6.950,00 | 0,03 | 11148,11 | 0,00 |
| Viernes | 22 | 12 | 2008 | 7.037,60 | 0,01 | 11165,83 | 0,00 |
| Viernes | 30 | 12 | 2008 | 6.670,40 | -0,05 | 11324,07 | 0,01 |
| Viernes | 08 | 01 | 2009 | 7.692,40 | 0,15 | 11799,56 | 0,04 |
| Viernes | 15 | 01 | 2009 | 7.496,00 | -0,03 | 11797,13 | -0,00 |
| Viernes | 22 | 01 | 2009 | 7.648,40 | 0,02 | 11876 | 0,01 |
| Viernes | 29 | 01 | 2009 | 8.031,60 | 0,05 | 12171,66 | 0,02 |
| Viernes | 05 | 02 | 2009 | 8.859,50 | 0,10 | 12432,42 | 0,02 |
| Viernes | 12 | 02 | 2009 | 9.222,10 | 0,04 | 12413,52 | -0,00 |
| Viernes | 19 | 02 | 2009 | 9.299,00 | 0,01 | 12492,84 | 0,01 |
| Viernes | 26 | 02 | 2009 | 8.337,90 | -0,10 | 12057,64 | -0,03 |
| Viernes | 05 | 03 | 2009 | 8.131,90 | -0,02 | 11532,02 | -0,04 |
| Viernes | 12 | 03 | 2009 | 8.343,10 | 0,03 | 11697,75 | 0,01 |
| Viernes | 19 | 03 | 2009 | 8.920,00 | 0,07 | 11935,93 | 0,02 |
| Viernes | 26 | 03 | 2009 | 9.306,80 | 0,04 | 12112,95 | 0,01 |
| Viernes | 02 | 04 | 2009 | 9.475,00 | 0,02 | 12105,48 | -0,00 |
| Viernes | 09 | 04 | 2009 | 9.848,00 | 0,04 | 12295,04 | 0,02 |
| Viernes | 17 | 04 | 2009 | 10.098,00 | 0,03 | 12741,99 | 0,04 |
| Viernes | 24 | 04 | 2009 | 9.906,90 | -0,02 | 12783,82 | 0,00 |
| Viernes | 04 | 05 | 2009 | 9.881,60 | -0,00 | 13086,94 | 0,02 |
| Viernes | 11 | 05 | 2009 | 10.513,00 | 0,06 | 13812,53 | 0,06 |
| Viernes | 18 | 05 | 2009 | 11.186,00 | 0,06 | 14360,41 | 0,04 |
| Viernes | 26 | 05 | 2009 | 12.898,00 | 0,15 | 14734,78 | 0,03 |
| Viernes | 02 | 06 | 2009 | 13.140,00 | 0,02 | 15114,82 | 0,03 |
| Viernes | 09 | 06 | 2009 | 14.185,00 | 0,08 | 15271,41 | 0,01 |
| Viernes | 16 | 06 | 2009 | 13.875,00 | -0,02 | 15214,87 | -0,00 |
| Viernes | 23 | 06 | 2009 | 12.506,00 | -0,10 | 14529,87 | -0,05 |

| | Día | Mes | Año | Precio CAP | Retorno CAP | Precio IGPA | Retorno IGPA |
|---------|-----|-----|------|------------|-------------|-------------|--------------|
| Viernes | 01 | 07 | 2009 | 13.056,00 | 0,04 | 14822,09 | 0,02 |
| Viernes | 08 | 07 | 2009 | 12.262,00 | -0,06 | 14660,71 | -0,01 |
| Viernes | 15 | 07 | 2009 | 12.751,00 | 0,04 | 15220,07 | 0,04 |
| Viernes | 23 | 07 | 2009 | 12.826,00 | 0,01 | 15343,19 | 0,01 |
| Viernes | 30 | 07 | 2009 | 12.558,00 | -0,02 | 15340,25 | -0,00 |
| Viernes | 06 | 08 | 2009 | 13.756,00 | 0,10 | 15497,21 | 0,01 |
| Viernes | 13 | 08 | 2009 | 13.813,00 | 0,00 | 15527,54 | 0,00 |
| Viernes | 20 | 08 | 2009 | 13.650,00 | -0,01 | 15501,47 | -0,00 |
| Viernes | 27 | 08 | 2009 | 13.612,00 | -0,00 | 15297,04 | -0,01 |
| Viernes | 03 | 09 | 2009 | 13.321,00 | -0,02 | 15121,3 | -0,01 |
| Viernes | 10 | 09 | 2009 | 13.797,00 | 0,04 | 15288,08 | 0,01 |
| Viernes | 17 | 09 | 2009 | 14.005,00 | 0,02 | 15528,78 | 0,02 |
| Viernes | 25 | 09 | 2009 | 14.098,00 | 0,01 | 15619,2 | 0,01 |
| Viernes | 02 | 10 | 2009 | 14.259,00 | 0,01 | 15798,38 | 0,01 |
| Viernes | 09 | 10 | 2009 | 14.856,00 | 0,04 | 16226,28 | 0,03 |
| Viernes | 19 | 10 | 2009 | 14.804,00 | -0,00 | 16223,24 | -0,00 |
| Viernes | 26 | 10 | 2009 | 14.359,00 | -0,03 | 16012,29 | -0,01 |
| Viernes | 02 | 11 | 2009 | 13.410,00 | -0,07 | 15534,31 | -0,03 |
| Viernes | 09 | 11 | 2009 | 14.047,00 | 0,05 | 15967,81 | 0,03 |
| Viernes | 16 | 11 | 2009 | 13.850,00 | -0,01 | 15656,14 | -0,02 |
| Viernes | 23 | 11 | 2009 | 13.397,00 | -0,03 | 15431,21 | -0,01 |
| Viernes | 30 | 11 | 2009 | 13.656,00 | 0,02 | 15373 | -0,00 |
| Viernes | 07 | 12 | 2009 | 14.000,00 | 0,03 | 15640,56 | 0,02 |
| Viernes | 15 | 12 | 2009 | 14.529,00 | 0,04 | 16173,19 | 0,03 |
| Viernes | 22 | 12 | 2009 | 14.632,00 | 0,01 | 16332,79 | 0,01 |
| Viernes | 30 | 12 | 2009 | 14.949,00 | 0,02 | 16630,91 | 0,02 |
| Viernes | 08 | 01 | 2010 | 15.976,00 | 0,07 | 17193,74 | 0,03 |
| Viernes | 15 | 01 | 2010 | 16.928,00 | 0,06 | 17347,91 | 0,01 |
| Viernes | 22 | 01 | 2010 | 16.116,00 | -0,05 | 17446,54 | 0,01 |
| Viernes | 29 | 01 | 2010 | 16.848,00 | 0,05 | 17594,65 | 0,01 |
| Viernes | 05 | 02 | 2010 | 16.247,00 | -0,04 | 17191,53 | -0,02 |
| Viernes | 12 | 02 | 2010 | 16.156,00 | -0,01 | 17507,14 | 0,02 |
| Viernes | 19 | 02 | 2010 | 16.408,00 | 0,02 | 17823,69 | 0,02 |
| Viernes | 26 | 02 | 2010 | 16.463,00 | 0,00 | 17789,25 | -0,00 |
| Viernes | 05 | 03 | 2010 | 15.970,00 | -0,03 | 17632,64 | -0,01 |
| Viernes | 12 | 03 | 2010 | 16.530,00 | 0,04 | 17819,13 | 0,01 |
| Viernes | 19 | 03 | 2010 | 15.874,00 | -0,04 | 17627,22 | -0,01 |
| Viernes | 26 | 03 | 2010 | 15.949,00 | 0,00 | 17582,47 | -0,00 |
| Viernes | 05 | 04 | 2010 | 17.058,00 | 0,07 | 17882 | 0,02 |
| Viernes | 12 | 04 | 2010 | 16.867,00 | -0,01 | 17893,16 | 0,00 |
| Viernes | 19 | 04 | 2010 | 16.513,00 | -0,02 | 17787,73 | -0,01 |
| Viernes | 26 | 04 | 2010 | 16.603,00 | 0,01 | 17906,3 | 0,01 |
| Viernes | 03 | 05 | 2010 | 16.671,00 | 0,00 | 18097,55 | 0,01 |
| Viernes | 10 | 05 | 2010 | 16.394,00 | -0,02 | 17984,27 | -0,01 |
| Viernes | 17 | 05 | 2010 | 16.157,00 | -0,01 | 18016,8 | 0,00 |
| Viernes | 25 | 05 | 2010 | 15.944,00 | -0,01 | 17490,54 | -0,03 |
| Viernes | 01 | 06 | 2010 | 16.243,00 | 0,02 | 17948,36 | 0,03 |
| Viernes | 08 | 06 | 2010 | 16.336,00 | 0,01 | 18096,87 | 0,01 |
| Viernes | 15 | 06 | 2010 | 16.770,00 | 0,03 | 18712,67 | 0,03 |
| Viernes | 22 | 06 | 2010 | 16.885,00 | 0,01 | 18890,05 | 0,01 |
| Viernes | 30 | 06 | 2010 | 16.885,00 | 0,00 | 18848,07 | -0,00 |

| | Día | Mes | Año | Precio CAP | Retorno CAP | Precio IGPA | Retorno IGPA |
|---------|-----|-----|------|------------|-------------|-------------|--------------|
| Viernes | 07 | 07 | 2010 | 16.975,00 | 0,01 | 19111,09 | 0,01 |
| Viernes | 14 | 07 | 2010 | 16.647,00 | -0,02 | 19525,42 | 0,02 |
| Viernes | 22 | 07 | 2010 | 17.654,00 | 0,06 | 19928,27 | 0,02 |
| Viernes | 29 | 07 | 2010 | 18.774,00 | 0,06 | 20262,42 | 0,02 |
| Viernes | 05 | 08 | 2010 | 19.092,00 | 0,02 | 20707,48 | 0,02 |
| Viernes | 12 | 08 | 2010 | 19.356,00 | 0,01 | 20514,25 | -0,01 |
| Viernes | 19 | 08 | 2010 | 19.600,00 | 0,01 | 21142,91 | 0,03 |
| Viernes | 26 | 08 | 2010 | 19.471,00 | -0,01 | 20926,87 | -0,01 |
| Viernes | 02 | 09 | 2010 | 21.403,00 | 0,10 | 21538,51 | 0,03 |
| Viernes | 09 | 09 | 2010 | 23.633,00 | 0,10 | 22021,98 | 0,02 |
| Viernes | 16 | 09 | 2010 | 23.370,00 | -0,01 | 22499,78 | 0,02 |
| Viernes | 27 | 09 | 2010 | 23.296,00 | -0,00 | 22325,02 | -0,01 |
| Viernes | 04 | 10 | 2010 | 23.087,00 | -0,01 | 22332,72 | 0,00 |
| Viernes | 12 | 10 | 2010 | 22.638,00 | -0,02 | 21891,86 | -0,02 |
| Viernes | 19 | 10 | 2010 | 22.889,00 | 0,01 | 22241,95 | 0,02 |
| Viernes | 26 | 10 | 2010 | 23.700,00 | 0,04 | 22553,51 | 0,01 |
| Viernes | 03 | 11 | 2010 | 25.169,00 | 0,06 | 23077,19 | 0,02 |
| Viernes | 10 | 11 | 2010 | 25.953,00 | 0,03 | 23226,22 | 0,01 |
| Viernes | 17 | 11 | 2010 | 24.873,00 | -0,04 | 22755,45 | -0,02 |
| Viernes | 24 | 11 | 2010 | 24.851,00 | -0,00 | 23115,21 | 0,02 |
| Viernes | 01 | 12 | 2010 | 23.656,00 | -0,05 | 22943,26 | -0,01 |
| Viernes | 09 | 12 | 2010 | 24.409,00 | 0,03 | 23034,09 | 0,00 |
| Viernes | 16 | 12 | 2010 | 25.271,00 | 0,04 | 23240,76 | 0,01 |
| Viernes | 23 | 12 | 2010 | 24.486,00 | -0,03 | 22875,7 | -0,02 |
| Viernes | 30 | 12 | 2010 | 24.950,00 | 0,02 | 22979,22 | 0,00 |
| Viernes | 07 | 01 | 2011 | 25.499,00 | 0,02 | 23210,23 | 0,01 |
| Viernes | 14 | 01 | 2011 | 25.723,00 | 0,01 | 23179,08 | -0,00 |
| Viernes | 21 | 01 | 2011 | 25.329,00 | -0,02 | 23042,48 | -0,01 |
| Viernes | 28 | 01 | 2011 | 24.529,00 | -0,03 | 22240,74 | -0,03 |
| Viernes | 04 | 02 | 2011 | 25.079,00 | 0,02 | 21987,4 | -0,01 |
| Viernes | 11 | 02 | 2011 | 23.568,00 | -0,06 | 21797,99 | -0,01 |
| Viernes | 18 | 02 | 2011 | 22.827,00 | -0,03 | 21310,33 | -0,02 |
| Viernes | 25 | 02 | 2011 | 21.816,00 | -0,04 | 20959,42 | -0,02 |
| Viernes | 04 | 03 | 2011 | 22.700,00 | 0,04 | 21562,01 | 0,03 |
| Viernes | 11 | 03 | 2011 | 21.013,00 | -0,07 | 20725,3 | -0,04 |
| Viernes | 18 | 03 | 2011 | 22.337,00 | 0,06 | 20653,89 | -0,00 |
| Viernes | 25 | 03 | 2011 | 23.016,00 | 0,03 | 21722,1 | 0,05 |
| Viernes | 01 | 04 | 2011 | 24.064,00 | 0,05 | 22235,76 | 0,02 |
| Viernes | 08 | 04 | 2011 | 24.198,00 | 0,01 | 22356,26 | 0,01 |
| Viernes | 15 | 04 | 2011 | 24.341,00 | 0,01 | 22176,38 | -0,01 |
| Viernes | 25 | 04 | 2011 | 24.881,00 | 0,02 | 22500,31 | 0,01 |
| Viernes | 02 | 05 | 2011 | 24.683,00 | -0,01 | 22811,86 | 0,01 |
| Viernes | 09 | 05 | 2011 | 22.705,00 | -0,08 | 22855,15 | 0,00 |
| Viernes | 16 | 05 | 2011 | 23.110,00 | 0,02 | 22973,61 | 0,01 |
| Viernes | 23 | 05 | 2011 | 22.570,00 | -0,02 | 22744,77 | -0,01 |
| Viernes | 30 | 05 | 2011 | 22.850,00 | 0,01 | 22914,63 | 0,01 |
| Viernes | 06 | 06 | 2011 | 22.679,00 | -0,01 | 22743,72 | -0,01 |
| Viernes | 13 | 06 | 2011 | 20.965,00 | -0,08 | 22170,41 | -0,03 |
| Viernes | 20 | 06 | 2011 | 20.355,00 | -0,03 | 21980,9 | -0,01 |
| Viernes | 28 | 06 | 2011 | 21.902,00 | 0,08 | 22456,58 | 0,02 |

| | Día | Mes | Año | Precio CAP | Retorno CAP | Precio IGPA | Retorno IGPA |
|---------|-----|-----|------|------------|-------------|-------------|--------------|
| Viernes | 05 | 07 | 2011 | 23.280,00 | 0,06 | 22750,08 | 0,01 |
| Viernes | 12 | 07 | 2011 | 22.526,00 | -0,03 | 22433,42 | -0,01 |
| Viernes | 19 | 07 | 2011 | 21.350,00 | -0,05 | 22156,66 | -0,01 |
| Viernes | 26 | 07 | 2011 | 20.983,00 | -0,02 | 21607,94 | -0,02 |
| Viernes | 02 | 08 | 2011 | 20.776,00 | -0,01 | 21008,43 | -0,03 |
| Viernes | 09 | 08 | 2011 | 18.471,00 | -0,11 | 19249,64 | -0,08 |
| Viernes | 17 | 08 | 2011 | 19.308,00 | 0,05 | 20242,07 | 0,05 |
| Viernes | 24 | 08 | 2011 | 18.901,00 | -0,02 | 19964,74 | -0,01 |
| Viernes | 31 | 08 | 2011 | 19.753,00 | 0,05 | 20463,27 | 0,02 |
| Viernes | 07 | 09 | 2011 | 19.357,00 | -0,02 | 20165,82 | -0,01 |
| Viernes | 14 | 09 | 2011 | 17.997,00 | -0,07 | 19505,54 | -0,03 |
| Viernes | 22 | 09 | 2011 | 15.685,00 | -0,13 | 18587,52 | -0,05 |
| Viernes | 29 | 09 | 2011 | 15.912,00 | 0,01 | 18847,1 | 0,01 |
| Viernes | 06 | 10 | 2011 | 15.800,00 | -0,01 | 18746,85 | -0,01 |
| Viernes | 14 | 10 | 2011 | 17.412,00 | 0,10 | 19233,73 | 0,03 |
| Viernes | 21 | 10 | 2011 | 17.588,00 | 0,01 | 19830,74 | 0,03 |
| Viernes | 28 | 10 | 2011 | 19.049,00 | 0,08 | 20711,29 | 0,04 |
| Viernes | 08 | 11 | 2011 | 19.082,00 | 0,00 | 20886,02 | 0,01 |
| Viernes | 15 | 11 | 2011 | 19.136,00 | 0,00 | 20802,3 | -0,00 |
| Viernes | 22 | 11 | 2011 | 17.948,00 | -0,06 | 19939,23 | -0,04 |
| Viernes | 29 | 11 | 2011 | 17.589,00 | -0,02 | 19660,89 | -0,01 |
| Viernes | 06 | 12 | 2011 | 18.212,00 | 0,04 | 19817,81 | 0,01 |
| Viernes | 14 | 12 | 2011 | 18.559,00 | 0,02 | 19879,79 | 0,00 |
| Viernes | 21 | 12 | 2011 | 18.990,00 | 0,02 | 20146,59 | 0,01 |
| Viernes | 28 | 12 | 2011 | 18.988,00 | -0,00 | 20016,06 | -0,01 |
| Viernes | 04 | 01 | 2012 | 19.384,00 | 0,02 | 20234,39 | 0,01 |
| Viernes | 11 | 01 | 2012 | 20.047,00 | 0,03 | 20258,1 | 0,00 |
| Viernes | 18 | 01 | 2012 | 20.921,00 | 0,04 | 20433,63 | 0,01 |
| Viernes | 25 | 01 | 2012 | 19.968,00 | -0,05 | 20308 | -0,01 |
| Viernes | 01 | 02 | 2012 | 20.814,00 | 0,04 | 20638,44 | 0,02 |
| Viernes | 08 | 02 | 2012 | 21.139,00 | 0,02 | 20836,88 | 0,01 |
| Viernes | 15 | 02 | 2012 | 21.487,00 | 0,02 | 21299,32 | 0,02 |
| Viernes | 22 | 02 | 2012 | 20.650,00 | -0,04 | 21422,96 | 0,01 |
| Viernes | 29 | 02 | 2012 | 20.614,00 | -0,00 | 21546,22 | 0,01 |
| Viernes | 07 | 03 | 2012 | 20.409,00 | -0,01 | 21345,49 | -0,01 |
| Viernes | 14 | 03 | 2012 | 20.685,00 | 0,01 | 21635,72 | 0,01 |
| Viernes | 21 | 03 | 2012 | 20.817,00 | 0,01 | 21926,24 | 0,01 |
| Viernes | 28 | 03 | 2012 | 20.642,00 | -0,01 | 22185,82 | 0,01 |
| Viernes | 04 | 04 | 2012 | 20.937,00 | 0,01 | 22068,03 | -0,01 |
| Viernes | 12 | 04 | 2012 | 20.345,00 | -0,03 | 21734,24 | -0,02 |
| Viernes | 19 | 04 | 2012 | 20.090,00 | -0,01 | 21736,79 | 0,00 |
| Viernes | 26 | 04 | 2012 | 20.214,00 | 0,01 | 21797,65 | 0,00 |
| Viernes | 04 | 05 | 2012 | 19.636,00 | -0,03 | 21706,6 | -0,00 |
| Viernes | 11 | 05 | 2012 | 19.411,00 | -0,01 | 21522,76 | -0,01 |
| Viernes | 18 | 05 | 2012 | 17.959,00 | -0,07 | 20563,78 | -0,04 |
| Viernes | 28 | 05 | 2012 | 17.748,00 | -0,01 | 20575,35 | 0,00 |
| Viernes | 04 | 06 | 2012 | 17.309,00 | -0,02 | 20313,98 | -0,01 |
| Viernes | 11 | 06 | 2012 | 18.815,00 | 0,09 | 20739,12 | 0,02 |
| Viernes | 18 | 06 | 2012 | 18.498,00 | -0,02 | 20850 | 0,01 |
| Viernes | 25 | 06 | 2012 | 18.423,00 | -0,00 | 20782,82 | -0,00 |

| | Día | Mes | Año | Precio CAP | Retorno CAP | Precio IGPA | Retorno IGPA |
|---------|-----|-----|------|------------|-------------|-------------|--------------|
| Viernes | 03 | 07 | 2012 | 18.813,00 | 0,02 | 21161,29 | 0,02 |
| Viernes | 10 | 07 | 2012 | 18.437,00 | -0,02 | 20898,5 | -0,01 |
| Viernes | 18 | 07 | 2012 | 19.068,00 | 0,03 | 21121,08 | 0,01 |
| Viernes | 25 | 07 | 2012 | 17.693,00 | -0,07 | 20698,83 | -0,02 |
| Viernes | 01 | 08 | 2012 | 17.059,00 | -0,04 | 20235,37 | -0,02 |
| Viernes | 08 | 08 | 2012 | 17.907,00 | 0,05 | 20200,61 | -0,00 |
| Viernes | 16 | 08 | 2012 | 17.889,00 | -0,00 | 20377,94 | 0,01 |
| Viernes | 23 | 08 | 2012 | 17.083,00 | -0,05 | 20371,79 | -0,00 |
| Viernes | 30 | 08 | 2012 | 15.820,00 | -0,07 | 20045,39 | -0,02 |
| Viernes | 06 | 09 | 2012 | 16.476,00 | 0,04 | 20096,18 | 0,00 |
| Viernes | 13 | 09 | 2012 | 17.095,00 | 0,04 | 20341,99 | 0,01 |
| Viernes | 25 | 09 | 2012 | 16.933,00 | -0,01 | 20436,28 | 0,00 |
| Viernes | 02 | 10 | 2012 | 16.558,00 | -0,02 | 20626,17 | 0,01 |
| Viernes | 09 | 10 | 2012 | 16.594,00 | 0,00 | 20812,16 | 0,01 |
| Viernes | 17 | 10 | 2012 | 16.868,00 | 0,02 | 21043,31 | 0,01 |
| Viernes | 24 | 10 | 2012 | 16.718,00 | -0,01 | 20807,24 | -0,01 |
| Viernes | 31 | 10 | 2012 | 16.572,00 | -0,01 | 20910,93 | 0,00 |
| Viernes | 09 | 11 | 2012 | 16.636,00 | 0,00 | 20736,35 | -0,01 |
| Viernes | 16 | 11 | 2012 | 16.486,00 | -0,01 | 20539,78 | -0,01 |
| Viernes | 23 | 11 | 2012 | 16.297,00 | -0,01 | 20365,27 | -0,01 |
| Viernes | 30 | 11 | 2012 | 15.796,00 | -0,03 | 20323,85 | -0,00 |
| Viernes | 07 | 12 | 2012 | 14.752,00 | -0,07 | 20322,68 | -0,00 |
| Viernes | 14 | 12 | 2012 | 16.073,00 | 0,09 | 20854,97 | 0,03 |
| Viernes | 21 | 12 | 2012 | 16.180,00 | 0,01 | 21002,39 | 0,01 |
| Viernes | 02 | 01 | 2013 | 16.693,00 | 0,03 | 21253,09 | 0,01 |
| Viernes | 09 | 01 | 2013 | 17.826,00 | 0,07 | 21620,07 | 0,02 |
| Viernes | 16 | 01 | 2013 | 17.357,00 | -0,03 | 21826,91 | 0,01 |
| Viernes | 23 | 01 | 2013 | 17.404,00 | 0,00 | 21992,2 | 0,01 |
| Viernes | 30 | 01 | 2013 | 17.415,00 | 0,00 | 22110,4 | 0,01 |
| Viernes | 06 | 02 | 2013 | 17.695,00 | 0,02 | 22350,22 | 0,01 |
| Viernes | 13 | 02 | 2013 | 17.569,00 | -0,01 | 22397,61 | 0,00 |
| Viernes | 20 | 02 | 2013 | 17.253,00 | -0,02 | 22140,41 | -0,01 |
| Viernes | 27 | 02 | 2013 | 16.810,00 | -0,03 | 22063,55 | -0,00 |
| Viernes | 06 | 03 | 2013 | 16.701,00 | -0,01 | 22099,14 | 0,00 |
| Viernes | 13 | 03 | 2013 | 16.027,00 | -0,04 | 21929,31 | -0,01 |
| Viernes | 20 | 03 | 2013 | 15.705,00 | -0,02 | 21814,45 | -0,01 |
| Viernes | 27 | 03 | 2013 | 15.254,00 | -0,03 | 21682,17 | -0,01 |
| Viernes | 04 | 04 | 2013 | 15.043,00 | -0,01 | 21266,45 | -0,02 |
| Viernes | 11 | 04 | 2013 | 15.576,00 | 0,04 | 21307,98 | 0,00 |
| Viernes | 18 | 04 | 2013 | 14.924,00 | -0,04 | 21009,65 | -0,01 |
| Viernes | 25 | 04 | 2013 | 14.862,00 | -0,00 | 21153,46 | 0,01 |
| Viernes | 03 | 05 | 2013 | 14.973,00 | 0,01 | 21293,3 | 0,01 |
| Viernes | 10 | 05 | 2013 | 14.623,00 | -0,02 | 21185,52 | -0,01 |
| Viernes | 17 | 05 | 2013 | 13.555,00 | -0,07 | 20915,81 | -0,01 |
| Viernes | 27 | 05 | 2013 | 12.732,00 | -0,06 | 20581,65 | -0,02 |
| Viernes | 03 | 06 | 2013 | 12.365,00 | -0,03 | 20571,51 | -0,00 |
| Viernes | 10 | 06 | 2013 | 12.302,00 | -0,01 | 20033,27 | -0,03 |
| Viernes | 17 | 06 | 2013 | 11.899,00 | -0,03 | 19733,76 | -0,01 |
| Viernes | 24 | 06 | 2013 | 10.435,00 | -0,12 | 19007,31 | -0,04 |

| | Día | Mes | Año | Precio CAP | Retorno CAP | Precio IGPA | Retorno IGPA |
|---------|-----|-----|------|------------|-------------|-------------|--------------|
| Viernes | 01 | 07 | 2013 | 10.874,00 | 0,04 | 19547,82 | 0,03 |
| Viernes | 08 | 07 | 2013 | 9.758,50 | -0,10 | 18946,12 | -0,03 |
| Viernes | 15 | 07 | 2013 | 9.908,80 | 0,02 | 18874,7 | -0,00 |
| Viernes | 23 | 07 | 2013 | 10.346,00 | 0,04 | 19136,27 | 0,01 |
| Viernes | 30 | 07 | 2013 | 9.343,50 | -0,10 | 18518,15 | -0,03 |
| Viernes | 06 | 08 | 2013 | 9.150,30 | -0,02 | 18368,64 | -0,01 |
| Viernes | 13 | 08 | 2013 | 10.029,00 | 0,10 | 18640,03 | 0,01 |
| Viernes | 21 | 08 | 2013 | 10.081,00 | 0,01 | 17998 | -0,03 |
| Viernes | 28 | 08 | 2013 | 10.703,00 | 0,06 | 17653,44 | -0,02 |
| Viernes | 04 | 09 | 2013 | 11.691,00 | 0,09 | 17931,82 | 0,02 |
| Viernes | 11 | 09 | 2013 | 11.899,00 | 0,02 | 19127,63 | 0,07 |
| Viernes | 23 | 09 | 2013 | 12.091,00 | 0,02 | 19342,04 | 0,01 |
| Viernes | 30 | 09 | 2013 | 11.133,00 | -0,08 | 18833,77 | -0,03 |
| Viernes | 07 | 10 | 2013 | 10.855,00 | -0,02 | 18781,19 | -0,00 |
| Viernes | 14 | 10 | 2013 | 10.848,00 | -0,00 | 18939,92 | 0,01 |
| Viernes | 21 | 10 | 2013 | 11.073,00 | 0,02 | 19143,68 | 0,01 |
| Viernes | 28 | 10 | 2013 | 10.414,00 | -0,06 | 19125,46 | -0,00 |
| Viernes | 06 | 11 | 2013 | 11.145,00 | 0,07 | 19184,77 | 0,00 |
| Viernes | 13 | 11 | 2013 | 9.976,00 | -0,10 | 18438,65 | -0,04 |
| Viernes | 20 | 11 | 2013 | 10.300,00 | 0,03 | 18553,3 | 0,01 |
| Viernes | 27 | 11 | 2013 | 9.992,90 | -0,03 | 18306,92 | -0,01 |
| Viernes | 04 | 12 | 2013 | 10.002,00 | 0,00 | 18296,9 | -0,00 |
| Viernes | 11 | 12 | 2013 | 9.968,30 | -0,00 | 18248,29 | -0,00 |
| Viernes | 18 | 12 | 2013 | 9.909,40 | -0,01 | 18066,81 | -0,01 |
| Viernes | 26 | 12 | 2013 | 10.178,00 | 0,03 | 18035,22 | -0,00 |
| Viernes | 06 | 01 | 2014 | 9.919,30 | -0,03 | 18211,75 | 0,01 |
| Viernes | 13 | 01 | 2014 | 9.882,50 | -0,00 | 17907,77 | -0,02 |
| Viernes | 20 | 01 | 2014 | 9.364,10 | -0,05 | 18183,68 | 0,02 |
| Viernes | 27 | 01 | 2014 | 8.103,30 | -0,13 | 17493,58 | -0,04 |
| Viernes | 03 | 02 | 2014 | 7.968,30 | -0,02 | 16944,04 | -0,03 |
| Viernes | 10 | 02 | 2014 | 8.485,80 | 0,06 | 17411,83 | 0,03 |
| Viernes | 17 | 02 | 2014 | 8.801,80 | 0,04 | 18125,84 | 0,04 |
| Viernes | 24 | 02 | 2014 | 8.797,10 | -0,00 | 17996,71 | -0,01 |
| Viernes | 03 | 03 | 2014 | 8.490,70 | -0,03 | 18108,8 | 0,01 |
| Viernes | 10 | 03 | 2014 | 8.102,70 | -0,05 | 18074,15 | -0,00 |
| Viernes | 17 | 03 | 2014 | 8.088,20 | -0,00 | 17972,96 | -0,01 |
| Viernes | 24 | 03 | 2014 | 8.683,80 | 0,07 | 18148,88 | 0,01 |
| Viernes | 31 | 03 | 2014 | 8.877,10 | 0,02 | 18552,57 | 0,02 |
| Viernes | 07 | 04 | 2014 | 8.858,40 | -0,00 | 18574,33 | 0,00 |
| Viernes | 14 | 04 | 2014 | 9.054,30 | 0,02 | 19067,13 | 0,03 |
| Viernes | 22 | 04 | 2014 | 8.576,70 | -0,05 | 19049,52 | -0,00 |
| Viernes | 29 | 04 | 2014 | 8.445,60 | -0,02 | 18930,13 | -0,01 |
| Viernes | 07 | 05 | 2014 | 8.481,40 | 0,00 | 19160,52 | 0,01 |
| Viernes | 14 | 05 | 2014 | 8.895,40 | 0,05 | 19364,66 | 0,01 |
| Viernes | 22 | 05 | 2014 | 8.320,00 | -0,06 | 19201,3 | -0,01 |
| Viernes | 29 | 05 | 2014 | 8.138,90 | -0,02 | 19265,5 | 0,00 |
| Viernes | 05 | 06 | 2014 | 8.323,60 | 0,02 | 19215,62 | -0,00 |
| Viernes | 12 | 06 | 2014 | 7.991,70 | -0,04 | 19001 | -0,01 |
| Viernes | 19 | 06 | 2014 | 8.084,60 | 0,01 | 18983,32 | -0,00 |
| Viernes | 26 | 06 | 2014 | 8.190,00 | 0,01 | 18954 | -0,00 |

Regresiones:

Año 2010

| <i>Estadísticas de la regresión</i> | |
|--|-------------|
| Coefficiente de correlación múltiple | 0,811198535 |
| Coefficiente de determinación R ² | 0,658043063 |
| R ² ajustado | 0,654517733 |
| Error típico | 0,039259876 |
| Observaciones | 99 |

ANÁLISIS DE VARIANZA

| | <i>Grados de libertad</i> | <i>Suma de cuadrados</i> | <i>Promedio de los cuadrados</i> | <i>F</i> | <i>p-value (significancia)</i> |
|-----------|---------------------------|--------------------------|----------------------------------|------------|--------------------------------|
| Regresión | 1 | 0,287708364 | 0,287708364 | 186,661448 | 2,47554E-24 |
| Residuos | 97 | 0,149509776 | 0,001541338 | | |
| Total | 98 | 0,437218141 | | | |

| | <i>Coefficientes</i> | <i>Error típico</i> | <i>Estadístico t</i> | <i>Probabilidad</i> | <i>Inferior 95%</i> | <i>Superior 95%</i> | <i>Inferior 95,0%</i> | <i>Superior 95,0%</i> |
|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| Intercepción | -0,007129361 | 0,003985262 | -1,788931586 | 0,07674725 | -0,015039002 | 0,000780281 | -0,015039002 | 0,000780281 |
| Beta CAP 2010 | 2,061080638 | 0,150857765 | 13,66241004 | 2,47554E-24 | 1,761669735 | 2,360491542 | 1,761669735 | 2,360491542 |

Año 2011

| <i>Estadísticas de la regresión</i> | |
|--|-------------|
| Coefficiente de correlación múltiple | 0,711337488 |
| Coefficiente de determinación R ² | 0,506001021 |
| R ² ajustado | 0,501204915 |
| Error típico | 0,027567892 |
| Observaciones | 105 |

ANÁLISIS DE VARIANZA

| | <i>Grados de libertad</i> | <i>Suma de cuadrados</i> | <i>Promedio de los cuadrados</i> | <i>F</i> | <i>p-value (significancia)</i> |
|-----------|---------------------------|--------------------------|----------------------------------|-------------|--------------------------------|
| Regresión | 1 | 0,08018067 | 0,08018067 | 105,5024553 | 1,84218E-17 |
| Residuos | 103 | 0,078278832 | 0,000759989 | | |
| Total | 104 | 0,158459501 | | | |

| | <i>Coefficientes</i> | <i>Error típico</i> | <i>Estadístico t</i> | <i>Probabilidad</i> | <i>Inferior 95%</i> | <i>Superior 95%</i> | <i>Inferior 95,0%</i> | <i>Superior 95,0%</i> |
|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| Intercepción | -0,000755502 | 0,00276517 | -0,273220789 | 0,785230579 | -0,006239565 | 0,004728561 | -0,006239565 | 0,004728561 |
| Beta CAP 2011 | 1,571621909 | 0,153008935 | 10,27143882 | 1,84218E-17 | 1,268164775 | 1,875079043 | 1,268164775 | 1,875079043 |

Año 2012

| <i>Estadísticas de la regresión</i> | |
|--|-------------|
| Coefficiente de correlación múltiple | 0,766377277 |
| Coefficiente de determinación R ² | 0,58733413 |
| R ² ajustado | 0,583327665 |
| Error típico | 0,027225405 |
| Observaciones | 105 |

ANÁLISIS DE VARIANZA

| | <i>Grados de libertad</i> | <i>Suma de cuadrados</i> | <i>Promedio de los cuadrados</i> | <i>F</i> | <i>p-value (significancia)</i> |
|-----------|---------------------------|--------------------------|----------------------------------|-------------|--------------------------------|
| Regresión | 1 | 0,108660725 | 0,108660725 | 146,5966046 | 1,62364E-21 |
| Residuos | 103 | 0,076345934 | 0,000741223 | | |
| Total | 104 | 0,185006659 | | | |

| | <i>Coefficientes</i> | <i>Error típico</i> | <i>Estadístico t</i> | <i>Probabilidad</i> | <i>Inferior 95%</i> | <i>Superior 95%</i> | <i>Inferior 95,0%</i> | <i>Superior 95,0%</i> |
|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| Intercepción | -0,00061375 | 0,002667528 | -0,230081757 | 0,818484569 | -0,005904162 | 0,004676663 | -0,005904162 | 0,004676663 |
| Beta CAP 2012 | 1,544255582 | 0,127543175 | 12,10770848 | 1,62364E-21 | 1,291303776 | 1,797207388 | 1,291303776 | 1,797207388 |

Año 2013

| <i>Estadísticas de la regresión</i> | |
|--|-------------|
| Coefficiente de correlación múltiple | 0,792825964 |
| Coefficiente de determinación R ² | 0,628573009 |
| R ² ajustado | 0,624966921 |
| Error típico | 0,025627013 |
| Observaciones | 105 |

ANÁLISIS DE VARIANZA

| | <i>Grados de libertad</i> | <i>Suma de cuadrados</i> | <i>Promedio de los cuadrados</i> | <i>F</i> | <i>p-value (significancia)</i> |
|-----------|---------------------------|--------------------------|----------------------------------|-------------|--------------------------------|
| Regresión | 1 | 0,114476267 | 0,114476267 | 174,3088721 | 6,94003E-24 |
| Residuos | 103 | 0,067644609 | 0,000656744 | | |
| Total | 104 | 0,182120876 | | | |

| | <i>Coefficientes</i> | <i>Error típico</i> | <i>Estadístico t</i> | <i>Probabilidad</i> | <i>Inferior 95%</i> | <i>Superior 95%</i> | <i>Inferior 95,0%</i> | <i>Superior 95,0%</i> |
|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| Intercepción | -0,003741211 | 0,002510728 | -1,490090308 | 0,13925644 | -0,008720648 | 0,001238225 | -0,008720648 | 0,001238225 |
| Beta CAP 2013 | 1,792235008 | 0,135748553 | 13,20260853 | 6,94003E-24 | 1,52300977 | 2,061460247 | 1,52300977 | 2,061460247 |

Año 2014

| <i>Estadísticas de la regresión</i> | |
|--|-------------|
| Coefficiente de correlación múltiple | 0,654756055 |
| Coefficiente de determinación R ² | 0,428705491 |
| R ² ajustado | 0,423158942 |
| Error típico | 0,034214395 |
| Observaciones | 105 |

ANÁLISIS DE VARIANZA

| | <i>Grados de libertad</i> | <i>Suma de cuadrados</i> | <i>Promedio de los cuadrados</i> | <i>F</i> | <i>p-value (significancia)</i> |
|-----------|---------------------------|--------------------------|----------------------------------|-------------|--------------------------------|
| Regresión | 1 | 0,090480285 | 0,090480285 | 77,29229824 | 3,55902E-14 |
| Residuos | 103 | 0,12057436 | 0,001170625 | | |
| Total | 104 | 0,211054645 | | | |

| | <i>Coefficientes</i> | <i>Error típico</i> | <i>Estadístico t</i> | <i>Probabilidad</i> | <i>Inferior 95%</i> | <i>Superior 95%</i> | <i>Inferior 95,0%</i> | <i>Superior 95,0%</i> |
|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| Intercepción | -0,005316127 | 0,003345593 | -1,588993608 | 0,115126817 | -0,011951322 | 0,001319069 | -0,011951322 | 0,001319069 |
| Beta CAP 2014 | 1,733036016 | 0,197123988 | 8,791603849 | 3,55902E-14 | 1,342087078 | 2,123984954 | 1,342087078 | 2,123984954 |

ANEXO 3
VALORES DE CONVERSIÓN

Para convertir los Estados Financieros a UF, tanto de CAP como de las empresas comparables, se empleó la siguiente tabla:

| | | | | | | |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 30.06.2014 | 31.12.2013 | 30.06.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | 31.12.2009 |
| US\$ | US\$ | US\$ | US\$ | US\$ | US\$ | US\$ |
| 550,6 | 523,73 | 503,86 | 478,6 | 521,46 | 468,37 | 506,43 |
| 30.06.2014 | 31.12.2013 | 30.06.2013 | 31.12.2012 | 31.12.2011 | 31.12.2010 | 31.12.2009 |
| UF | UF | UF | UF | UF | UF | UF |
| 24.023,61 | 23.309,56 | 22.852,67 | 22.840,75 | 22.294,03 | 21.455,55 | 20.942,88 |
| 30.06.2014 | | 30.06.2013 | | | | |
| AUD | | AUD | | | | |
| 0,94193 | | 0,92965 | | | | |

Fuente: Servicio de Impuestos Internos – <http://www.oanda.com>

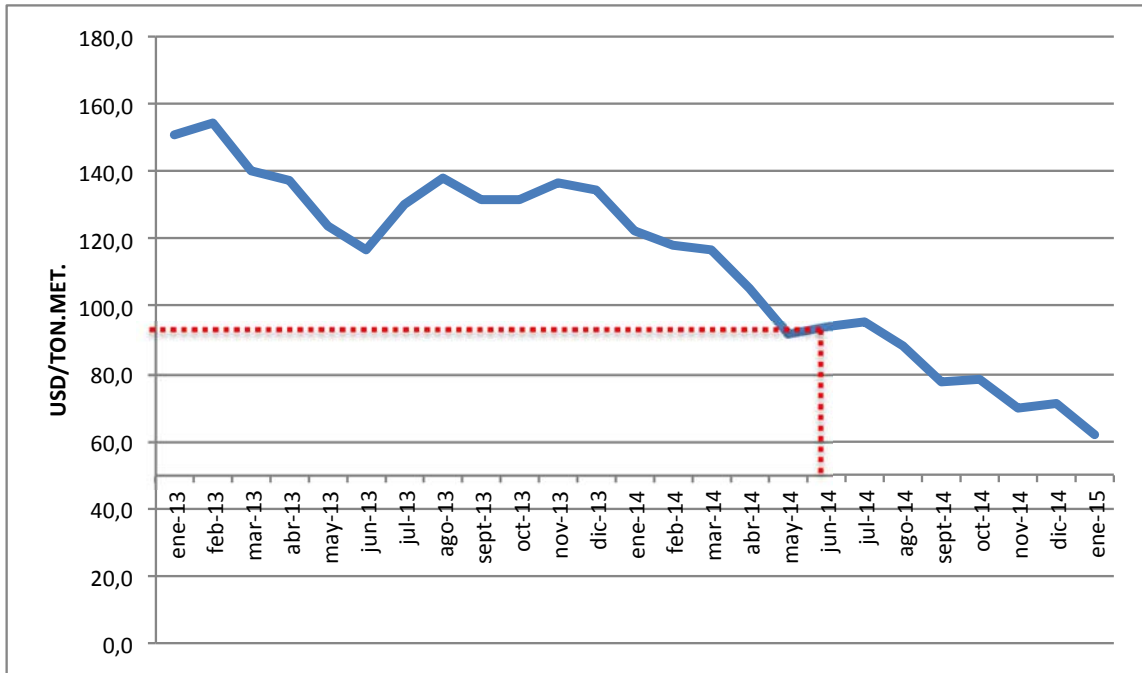
US\$: Pesos por un dólar americano.

UF: Pesos por una unidad de fomento.

AUD: Dólares americanos por un dólar australiano.

ANEXO 4

PRECIOS MENSUALES DEL HIERRO – PERÍODO ENERO 2013 / ENERO 2015



Fuente: <http://www.quandl.com> (iron ore price).