



## **VALORACIÓN DE EMPRESAS COPEC S.A.**

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Rodrigo Madariaga Vargas**

**Profesor: Gonzalo Bañado Días**

**Santiago, Enero 2016**

## 1 **Tabla de Contenido.**

### **Contenido**

1	Tabla de Contenido.....	2
2	Índice de ilustraciones y cuadros.....	4
3	Metodología .....	5
3.1	Descripción de la Empresa e Industria .....	5
3.2	Descripción del Financiamiento de la Empresa. ....	8
3.3	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	11
3.3.1	Deuda Financiera.....	11
3.3.2	Patrimonio Económico.....	13
3.3.3	Estructura Capital Objetivo .....	14
3.4	Estimación del Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa.....	16
3.4.1	Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.....	16
3.4.2	Estimación del Costo Capital de la Empresa .....	17
3.5	Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	19
3.5.1	Análisis de Crecimiento. ....	19
3.5.2	Crecimiento de la empresa en los últimos años.....	19
3.5.3	Crecimiento del mercado en los últimos años.....	21
3.5.4	Perspectiva de crecimiento de la industria. ....	22
3.6	Análisis de Costos de Operación.....	23
3.7	Análisis de Cuentas no operacionales.....	25
3.8	Análisis de Activos.....	28
3.9	Proyección de EERR.....	30
3.9.1	Proyección de EERR desde el 2014 al 2018.....	30
3.10	Proyección de Flujos de Caja Libre .....	36
	<i>Amortización.....</i>	<i>36</i>
	<i>103.219.....</i>	<i>36</i>
3.11	Análisis de Sensibilidad.....	42
4	ANEXOS.....	44
4.1	Datos de Mercado de Celulosa.....	44
4.2	Proyección Consolidada .....	50

4.3	Valor Tipo de Cambio y U.F.....	51
4.4	Activos. ....	52
4.5	Pasivos.....	53
4.6	Estado de Resultados.....	54

## 2 Índice de ilustraciones y cuadros

Tabla N° 1 : Bono BECOP-E .....	8
Tabla N° 2 : Tabla de Desarrollo Bono BECOP-E.....	9
Tabla N° 3 : Bono BECOP-C .....	10
Tabla N° 4 : Deuda Financiera Empresas Copec S.A. ....	12
Tabla N° 5 : Detalle de Acciones y valor Empresas COPEC .....	13
Tabla N° 6 : Detalle de Acciones y valor Empresas COPEC .....	14
Tabla N° 7: Estructura de Capital .....	15
Tabla N° 8: Beta Patrimonial COPEC .....	16
Tabla N° 9: Crecimiento por División.....	19
Tabla N° 10: Crecimiento Arauco .....	20
Tabla N° 11: “Producción Mundial de Celulosa” .....	21
Tabla N° 12: “Venta Nacional de Combustible” .....	21
Tabla N° 13: “Proyección de Producción Mundial de Celulosa” .....	22
Tabla N° 14: “Venta Nacional de Combustible” .....	22
Tabla N° 15: Costos de Empresas COPEC S.A. Consolidado .....	23
Tabla N° 16: Costos de Divisiones Relevantes de Empresas COPEC S.A. ....	23
Tabla N° 17: Análisis Cuentas no operaciones. Celulosa Arauco y Constitución .....	25
Tabla N° 18: Análisis Cuentas no operaciones. Compañía de Petróleos de Chile .....	26
Tabla N° 19: Análisis Cuentas no operaciones. Abastecedora de Combustibles.....	27
Tabla N° 20: Activos Empresas COPEC S.A. ....	28
Tabla N° 21: Crecimientos de Divisiones de Arauco.....	30
Tabla N° 22: Proyección de ingresos por división.....	30
Tabla N° 23: Estimación de costos en porcentaje sobre ingresos por división.....	31
Tabla N° 24: Proyección del Resultado no operacional por División. ....	32
Tabla N° 25: Proyección del Resultado antes de Impuesto por División. ....	34
Tabla N° 26: Proyección del pago de Impuestos por División.....	34
Tabla N° 27: Proyección de la Ganancia por División. ....	35
Tabla N° 28: Depreciación y Amortización últimos años. ....	36
Tabla N° 29: Depreciación y Amortización Diciembre 2013.....	36
Tabla N° 30: Inversión como porcentaje de la depreciación.....	37
Tabla N° 31: Proyección de la Ganancia por División. ....	37
Tabla N° 32: Inversiones % de las Ventas.....	37
Tabla N° 33: Proyección de Inversiones en Propiedades, Plantas y Equipos.....	38
Tabla N° 34: Proyección de la Ganancia por División. ....	38
Tabla N° 35: Activos Disponibles para la venta. ....	39
Tabla N° 36: Deuda Financiera. ....	39
Tabla N° 37: Valor Presente Activos.....	40
Tabla N° 38: Patrimonio Neto .....	41
Tabla N° 39: Comparación de Precio Estimado y Precio Real. ....	41
Tabla N° 40: Análisis de Sensibilidad.....	42

### 3 Metodología

#### 3.1 Descripción de la Empresa e Industria.

**Razón Social:** Empresas Copec S.A.

**Rut:** 90.690.000-9

**Nemotécnico:** COPEC

**Industria:** Forestal, Combustibles, Pesquero y Otras Inversiones.

**Tipo de Operación:** Empresas Copec participa en dos grandes áreas de actividad: recursos naturales, donde se cuenta con claras ventajas competitivas, y energía, estrechamente ligada al crecimiento y desarrollo productivo.

A lo largo de estos 79 años la Compañía ha impulsado importantes programas de inversión, elevando la escala de sus operaciones, ampliando sus fronteras, aprovechando sinergias y dando sustentabilidad a sus actividades.

Es así como hoy está presente comercialmente en más de 80 países, contando, además, con plataformas productivas en Chile, Argentina,

Brasil, Canadá, Colombia, Estados Unidos y Uruguay, países que ofrecen importantes perspectivas de crecimiento.

#### **Filiales:**

##### Sector Forestal:

Empresas Copec participa en el negocio forestal a través de su filial Arauco, donde ha llevado a cabo un relevante plan de inversiones y una permanente optimización de sus operaciones, aprovechando importantes ventajas en costos y manteniendo una destacada presencia en toda la cadena de valor. Esto ha convertido a Arauco en la principal compañía forestal de Chile y en un actor relevante a nivel mundial, ubicándose entre los mayores productores de celulosa de mercado, paneles y madera aserrada en el mundo, y entre las empresas forestales con mayor volumen de producción, ventas y patrimonio de bosques en Sudamérica.

*Sector Combustible:*

Empresas Copec desempeña un rol protagónico en la distribución de combustibles líquidos, lubricantes, gas licuado y gas natural, alcanzando una destacada presencia y un sostenido liderazgo tanto en Chile como en Colombia. Lo anterior, ha sido posible gracias a una preocupación permanente por entregar a los clientes un servicio de calidad, un constante esfuerzo por la innovación, una importante escala de operaciones y un sólido posicionamiento de marca.

*Sector Pesquero:*

Empresas Copec está presente en el negocio de la pesca a través de su filial Igemar, la cual participa en las dos principales zonas pesqueras del país, norte y centro-sur. Gracias a una gestión eficiente y avanzadas tecnologías, se ha consolidado en la producción de harina y aceite de pescado, conservas y congelados, en un período caracterizado por restricciones en la disponibilidad biológica del recurso. Hoy es pionera en el desarrollo de concentrados de Omega 3 en Chile, productos de mayor valor agregado y altamente apreciados en la industria nutracéutica y farmacéutica, así como también en la industria de las proteínas.

*Otras Inversiones:*

Empresas Copec también invierte en otras áreas de negocios con el objetivo de aprovechar sinergias, complementar sus operaciones y reforzar su posición estratégica. Es así como participa en la generación eléctrica, a través de su asociada Empresa Eléctrica Guacolda, en la minería, mediante Mina Invierno y Minera Can-Can, y en el negocio inmobiliario, a través de Inmobiliaria Las Salinas.

## 12 Mayores Inversionistas:

1. ANTARCHILE S.A.	60,82%
2. BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	3,34%
3. BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS CA	3,30%
4. FORESTAL Y PESQUERA CALLAQUI S.A.	2,29%
5. VIECAL S.A.	2,26%
6. MINERA VALPARAISO S.A.	1,69%
7. BANCO SANTANDER - JP MORGAN	1,46%
8. FORESTAL Y PESQUERA COPAHUE S.A.	1,44%
9. SERVICIOS Y CONSULTORIA LTDA.	1,24%
10. LARRAIN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA	1,12%
11. BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	0,98%
12. BICE INVERSIONES CORREDORES DE BOLSA S.A.	0,90%

### 3.2 Descripción del Financiamiento de la Empresa.

#### Tabla de Desarrollo Bono BECOP-E

*Tabla N° 1 : Bono BECOP-E*

Bono	BECOP-E
Nemotécnico	BECOP-E
Fecha de Emisión	
Valor Nominal (VN o D)	1.500.000
Moneda	U.F.
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	31 de Julio del 2021
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	1,612% Anual
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	20
Tabla de Pagos	Tabla de desarrollo adjunta
Periodo de Gracia	No
Motivo de la Emisión	Inversiones.
Clasificación de Riesgo	AA Fitch Rating y Feller Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	3,25%
Precio de venta el día de la emisión.	99,98%
Valor de Mercado	1.499.700,00

*Fuente: Bloomberg*



**Tabla N° 2 : Tabla de Desarrollo Bono BECOP-E**

<b>Payment Date</b>	<b>Interest</b>	<b>Principal</b>	<b>Total</b>
<b>01/31/2012</b>	1,612	0	1,612
<b>07/31/2012</b>	1,612	0	1,612
<b>01/31/2013</b>	1,612	0	1,612
<b>07/31/2013</b>	1,612	0	1,612
<b>01/31/2014</b>	1,612	0	1,612
<b>07/31/2014</b>	1,612	0	1,612
<b>01/31/2015</b>	1,612	0	1,612
<b>07/31/2015</b>	1,612	0	1,612
<b>01/31/2016</b>	1,612	0	1,612
<b>07/31/2016</b>	1,612	0	1,612
<b>01/31/2017</b>	1,612	0	1,612
<b>07/31/2017</b>	1,612	0	1,612
<b>01/31/2018</b>	1,612	0	1,612
<b>07/31/2018</b>	1,612	0	1,612
<b>01/31/2019</b>	1,612	0	1,612
<b>07/31/2019</b>	1,612	0	1,612
<b>01/31/2020</b>	1,612	0	1,612
<b>07/31/2020</b>	1,612	0	1,612
<b>01/31/2021</b>	1,612	0	1,612
<b>07/31/2021</b>	1,612	100,00	100,612

**Fuente: SEBRA. Bolsa de Santiago**

**Tabla de Desarrollo Bono BECOP-C**

*Tabla N° 3 : Bono BECOP-C*

Bono	BECOP-C
Nemotécnico	BECOP-C
Fecha de Emisión	
Valor Nominal (VN o D)	10.000.000
Moneda	U.F.
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	30 de Noviembre del 2030
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	2,1029% Anual
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Tabla de Pagos	Tabla de desarrollo adjunta
Periodo de Gracia	No
Motivo de la Emisión	Inversiones.
Clasificación de Riesgo	AA-; AA- Fitch Rating y Feller Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	4,25%
Precio de venta el día de la emisión.	99,97%
Valor de Mercado	9.997.000,00

*Fuente: Bloomberg*

### 3.3 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.

Para estimar la estructura de Capital de Empresas COPEC S.A. es necesario calcular la Deuda Financiera de la Empresa y el Patrimonio Económico.

#### 3.3.1 Deuda Financiera

Para estimar la Deuda Financiera de Empresas COPEC S.A. fue necesario descargar los estados financieros consolidados (bajo norma IFRS) de la empresa de las siguientes fechas:

- 31 de Diciembre del 2010.
- 31 de Diciembre del 2011.
- 31 de Diciembre del 2012.
- 31 de Diciembre del 2013.
- 30 de Junio del 2014.

Los estados financieros se encuentran en dólares, por lo cual se deben transformar en U.F. para lograr una comparación libre del efecto de la inflación. Estas transformaciones se realizaron utilizando el tipo de cambio y el valor de la U.F. correspondientes a la fecha del estado resultado. Una vez realizada esta transformación, se debe calcular la Deuda Financiera.

$$Deuda.Fin = Prést.Int_{Corr} + Otros.Pas_{Corr} + Prést.Int_{No\ Corr} + Otros.Pas_{No\ Corr}$$

Dónde:

$$Deuda.Fin = Deuda\ Financiera$$

$$Prést.Int_{Corr} = Préstamos\ que\ devengan\ intereses\ (corriente)$$

$$Otros.Pas_{Corr} = Otros\ Pasivos\ Financieros\ (corriente)$$

$$Prést.Int_{No\ Corr} = Préstamos\ que\ devengan\ intereses\ (no\ corriente)$$

$$Otros.Pas_{No\ Corr} = Otros\ Pasivos\ Financieros\ (no\ corriente)$$

Aplicando la expresión anterior, se obtiene los valores de la tabla Tabla N° 4

**Tabla N° 4 : Deuda Financiera Empresas Copec S.A.**

Dólar	468,37	521,46	478,6	523,76	550,6
UF	21.455,55	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.023,61

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	30.06.2014
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Otros pasivos fin. corrientes	903.737	694.628	1.282.670	1.249.933	1.505.797
Otros pasivos fin. no corr.	4.068.519	4.617.992	5.568.555	5.862.497	5.609.480
<b>Total Deuda Int. Miles de US\$</b>	<b>4.972.256</b>	<b>5.312.620</b>	<b>6.851.225</b>	<b>7.112.430</b>	<b>7.115.277</b>
<b>Total Deuda Int. Miles de UF</b>	<b>108.543,27</b>	<b>124.262,81</b>	<b>143.559,05</b>	<b>159.814,53</b>	<b>163.075,89</b>

*Fuente: www.svs.cl*

### 3.3.2 Patrimonio Económico.

Para estimar el patrimonio económico de Empresas COPEC S.A. fue necesario descargar los estados financieros consolidados (bajo norma IFRS) de la empresa de las siguientes fechas:

- 31 de Diciembre del 2010.
- 31 de Diciembre del 2011.
- 31 de Diciembre del 2012.
- 31 de Diciembre del 2013.
- 30 de Junio del 2014.

Luego, se registraron el número total de acciones suscritas y pagadas correspondientes a cada año. También se registró el precio de la acción a la fecha de cada estado financiero. De esta forma, se puede obtener el patrimonio económico e la empresa. Este detalle se puede apreciar en la siguiente tabla:

*Tabla N° 5 : Detalle de Acciones y valor Empresas COPEC*

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	30.06.2014
Acciones	1.299.853.848	1.299.853.848	1.299.853.848	1.299.853.848	1.299.853.848
Precio	9.089,60	6.939,00	6.790,60	7.039,70	7.206,30
UF	21.455,55	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.023,61
Patrimonio UF	550.680.431,72	404.578.528,48	386.449.111,36	392.567.733,31	389.913.788,35

*Fuentes: [www.svs.cl](http://www.svs.cl) y Bloomberg*

### 3.3.3 Estructura Capital Objetivo

Con el cálculo de la Deuda Financiera y el Patrimonio Económico para los periodos 31 de Diciembre del 2010, 31 de Diciembre del 2011, 31 de Diciembre del 2012 y 31 de Diciembre del 2013, se puede definir una propuesta de Estructura de Capital Objetivo.

En la siguiente tabla se presenta las estructuras de capital de cada periodo. Las razones utilizadas son:

- Razón Endeudamiento de Empresa sobre Valor Empresa (B/V).
- Razón Patrimonio a Valor Empresa (P/V).
- Razón Deuda a Patrimonio de Empresa (B/P).

*Tabla N° 6 : Detalle de Acciones y valor Empresas COPEC*

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	30.06.2014
Acciones	1.299.853.848	1.299.853.848	1.299.853.848	1.299.853.848	1.299.853.848
Precio	9.089,60	6.939,00	6.790,60	7.039,70	7.206,30
UF	21.455,55	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.023,61
Patrimonio UF	550.680.431,72	404.578.528,48	386.449.111,36	392.567.733,31	389.913.788,35
Deuda	108.543.269,35	124.262.810,50	143.559.046,22	159.814.528,32	163.075.887,27
Valor Empresa	659.223.701,07	528.841.338,98	530.008.157,58	552.382.261,64	552.989.675,62
B/V	16,47%	23,50%	27,09%	28,93%	29,49%
P/V	83,53%	76,50%	72,91%	71,07%	70,51%
B/P	19,71%	30,71%	37,15%	40,71%	41,82%

Fuentes: [www.svs.cl](http://www.svs.cl) y Bloomberg

Luego, se calculó el mínimo, el máximo, la mediana y la media de los datos tal como se muestra en la siguiente tabla:

**Tabla N° 7: Estructura de Capital**

	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>Mediana</b>	<b>Media</b>	<b>Propuesta</b>
B/V	16,47%	29,49%	27,09%	25,09%	28,50%
P/V	70,51%	83,53%	72,91%	74,91%	71,50%
B/P	19,71%	41,82%	37,15%	34,02%	39,89%

**Fuente: Elaboración Propia**

La estructura propuesta para la Razón Endeudamiento de Empresa sobre Valor Empresa (B/V), la Razón Patrimonio a Valor Empresa (P/V) y la Razón Deuda a Patrimonio de Empresa (B/P) la del promedio de Diciembre 2012, Diciembre 2013 y Junio 2014. La razón de esta selección se debe durante estos últimos estados financieros, la empresa muestra una estructura relativamente estable, lo que sugiere que esa sea la estructura objetivo a futuro.

### 3.4 Estimación del Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa

Para estimar el Costo patrimonial y el costo de Capital de Empresas COPEC S.A. es necesario calcular el Beta patrimonial de la empresa.

#### 3.4.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Para estimar el beta patrimonial, se descargaron los precios de la Acción de Empresas COPEC S.A. y del Índice general de Precio de Acciones (IGPA) desde el terminar Bloomberg. El rango de datos seleccionados corresponde al intervalo que comprende desde el 01 de Julio 2008 hasta el 30 de Junio del 2014. Dado que la volatilidad de los precios diarios es alta, se recomendó utilizar el precio semanal. Este dato se obtiene del precio de cierre de cada viernes. Luego, se calcularon los retornos semanales tanto de COPEC como del IGPA con la siguiente expresión:

$$\text{Rentabilidad} = \ln(P_{t+1}) - \ln(P_t)$$

Luego, utilizando 105 retornos, se estimó el  $\beta$  de la acción ajustando la siguiente ecuación:

$$\text{Rentabilidad}_{COPEC} = \alpha + \beta * (\text{Rentabilida}_{IGPA}) + \varepsilon$$

Al realizar el ajuste con ayuda de Microsoft Excel se obtiene la siguiente Tabla:

**Tabla N° 8: Beta Patrimonial COPEC**

	2010	2011	2012	2013	2014
Beta de la Acción	1,162	1,165	1,306	1,439	1,576
p-value (significancia)	2,15E-28	2,40E-19	4,20E-23	4,63E-22	7,08E-17
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%	100%

**Fuente: Elaboración Propia**

Se aprecia que la sensibilidad de la acción frente a los movimientos del mercado se ha incrementado en el transcurso de los años. Dado esto, para efectos de este trabajo, se supondrá que el último Beta representa mejor la sensibilidad que posee la Acción frente a las variaciones del Mercado.



### 3.4.2 Estimación del Costo Capital de la Empresa

Para estimar el costo de Capital de la Empresa, es necesario calcular el Costo de La Deuda, el Beta de la Deuda, El Beta Patrimonial Sin Deuda, El Beta Patrimonial con Deuda y el Costo Patrimonial.

Para los siguientes cálculos, este trabajo estimará 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%. La tasa de impuesto a las corporaciones es un 20%. Todo a Junio de 2014.

#### 3.4.2.1 Costo de La Deuda.

Para determinar el costo de la deuda, se buscó en el terminal Bloomberg la última YTM registrada a Junio de 2014, del bono de más largo plazo que tiene la empresa. En este caso, corresponde al bono BECOP-C.

$$k_b = 3.45\%$$

#### 3.4.2.2 Beta de la Deuda.

Para estimar el Beta de la deuda, se utilizó el Modelo CAPM y la tasa obtenida en el punto anterior. Aplicando la siguiente ecuación, se puede obtener el beta de la deuda:

$$k_b = R_f + E(R_m - R_f) * \beta_D$$

$$3.45\% = 2.24\% + 5,93\% * \beta_D$$

$$\beta_D = 0,2040$$

#### 3.4.2.3 Beta Patrimonial sin Deuda.

Para estimar el Beta patrimonial sin Deuda, es necesario des apalancar el Beta obtenido en 3.4.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa (1,576). Para ello se utilizará la siguiente ecuación.

$$\beta_P^{C/D} = \left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}\right) \beta_P^{S/D} - (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right) \beta_d$$

De la cual se puede obtener el Beta Patrimonial sin Deuda, al despejar  $\beta_P^{S/D}$

$$\beta_P^{S/D} = \frac{\beta_P^{C/D} + (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right) \beta_d}{\left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}\right)}$$

Como el Beta utilizado corresponde a los datos de junio del 2014, la Razón Deuda a Patrimonio de Empresa (B/P) a utilizar también corresponde al mismo periodo.

$$\beta_P^{S/D} = \frac{1,5755 + (1 - 20\%) * (41,82\%) * 0,2040}{(1 + (1 - 20\%) * (41,82\%))} = 1,2317$$

#### 3.4.2.4 Beta Patrimonial con Deuda.

Del punto anterior, se obtiene el Beta patrimonial sin Deuda. Luego, se debe volver a apalancar, pero esta vez, se debe considerar la Razón Deuda a Patrimonio de Empresa (B/P) propuesta.

$$\beta_P^{C/D} = \left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}\right) \beta_P^{S/D} - (1 - t_c) * \left(\frac{B}{P}\right) \beta_d$$

$$\beta_P^{C/D} = (1 + (1 - 20\%) * 39,89\%) * 1,2317 - (1 - 20\%) * (39,89\%) * 0,2040$$

$$\beta_P^{C/D} = 1,5597$$

#### 3.4.2.5 Costo Patrimonial.

Para estimar el Costo Patrimonial se utilizará el Modelo CAPM.

$$k_p = R_f + E(R_m - R_f) * \beta_P^{C/D}$$

$$k_p = 2,24\% + 5,93\% * 1,5597$$

$$k_p = 11,49\%$$

#### 3.4.2.6 Costo de Capital

Finalmente, luego de todos los cálculos anteriores, se puede obtener el Costo de Capital a través del WACC (Costo de Capital Promedio Ponderado).

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

$$k_0 = 11,49\% * 71,50\% + 3,45\% * (1 - 20\%) * 28,50\%$$

$$k_0 = 9,002\%$$

### 3.5 Análisis Operacional del Negocio e Industria.

En el siguiente apartado, se analizará financieramente el negocio, dada las características de la industria.

#### 3.5.1 Análisis de Crecimiento.

Para realizar el análisis de crecimiento es necesario descargar los estados financieros de Empresas COPEC S.A. y transformarlos en UF. De esta forma, se puede realizar una correcta comparación despejando el efecto producido por la inflación.

#### 3.5.2 Crecimiento de la empresa en los últimos años.

A continuación, se presentan los ingresos en miles de UF de las divisiones que realiza el informe “Estados Financieros Consolidados” de Empresas COPEC S.A. en la nota “Segmentos de Operación” (Nota 29 del Informe de Junio 2014).

*Tabla N° 9: Crecimiento por División*

		CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUCION S.A. (M UF)					
		dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-13	jun-14
Ingresos		82.699	102.320	90.073	117.190	56.266	59.573
Crecimiento			<b>23,73%</b>	<b>-11,97%</b>	<b>30,11%</b>		<b>5,88%</b>

		COMPAÑÍA DE PETROLEOS DE CHILE COPEC S.A. (M UF)					
		dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-13	jun-14
Ingresos		169.734	367.894	363.765	411.968	200.371	203.209
Crecimiento			<b>116,75%</b>	<b>-1,12%</b>	<b>13,25%</b>		<b>1,42%</b>

		ABASTECEDORA DE COMBUSTIBLES S.A. (M UF)					
		dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-13	jun-14
Ingresos		10.271	16.892	17.350	19.143	8.850	9.093
Crecimiento			<b>64,47%</b>	<b>2,71%</b>	<b>10,33%</b>		<b>2,74%</b>

<b>SOCIEDAD NACIONAL DE OLEODUCTOS (M UF)</b>						
	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-13	jun-14
Ingresos	875	992	1.057	1.109	585	570
Crecimiento		<b>13,35%</b>	<b>6,63%</b>	<b>4,87%</b>		<b>-2,61%</b>

<b>IGEMAR (M UF)</b>						
	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-13	jun-14
Ingresos	1.527	5.498	4.627	4.687	2.403	2.508
Crecimiento		<b>260,07%</b>	<b>-15,85%</b>	<b>1,30%</b>		<b>4,39%</b>

<b>Otros (M UF)</b>						
	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-13	jun-14
Ingresos	121	510	445	235	184	139
Crecimiento		<b>322,18%</b>	<b>-12,75%</b>	<b>-47,14%</b>		<b>-24,71%</b>

Fuente: [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

Tabla N° 10: Crecimiento Arauco

## Ventajas competitivas en industrias clave del país



Fuente: [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

### 3.5.3 Crecimiento del mercado en los últimos años.

Dado que Empresas COPEC S.A. presenta varias divisiones muy diversas entre sí, es necesario revisar los datos del mercado de cada una de sus divisiones. En particular, para efectos de este trabajo, nos concentraremos en las divisiones que presentan el mayor impacto en el EBITDA, el mercado de Celulosa y el de Combustibles.

*Tabla N° 11: "Producción Mundial de Celulosa"*

	Producción Mundial de Celulosa			
	1000 METRIC TONS (AIR DRY) PER YEAR			
	2010	2011	2012	2013
WOOD PULP FOR PAPER AND PAPERBOARD	176.138	148.295	149.743	152.838
PULP OF OTHER FIBRE FOR PAPER AND BOARD	1.264	1.237	1.263	1.071
DISSOLVING PULP,WOOD+OTHER RAW MATERIALS	2.548	2.843	2.926	3.066
PAPER AND PAPERBOARD	302.304	277.293	275.582	273.954
<b>TOTAL</b>	<b>482.254</b>	<b>429.668</b>	<b>429.514</b>	<b>430.929</b>
Crecimiento		-10,90%	-0,04%	0,33%

Fuente: [www.fao.org](http://www.fao.org)

*Tabla N° 12: "Venta Nacional de Combustible"*

	Ventas en Chile de Combustibles				
	( miles m3)				
	2010	2011	2012	2013	jun-14
Gas Licuado	2.606	2.523	3.129	2.412	1.061
Gasolinas	3.774	3.521	3.737	4.011	2.002
Kerosene D.	190	151	125	140	63
Diesel	8.199	8.940	9.069	8.945	4.568
P. Combustibles	1.747	1.920	1.447	1.509	562
<b>Total</b>	<b>16.516</b>	<b>17.055</b>	<b>17.507</b>	<b>17.016</b>	<b>8.256</b>
Crecimiento		3,30%	2,70%	-2,80%	

Fuente: [www.cne.cl](http://www.cne.cl)

### 3.5.4 Perspectiva de crecimiento de la industria.

A continuación se presentan las perspectivas de crecimiento de los mercados en los cuales se envuelve Empresas COPEC S.A.

*Tabla N° 13: "Proyección de Producción Mundial de Celulosa"*

	Producción Mundial de Celulosa				
	1000 METRIC TONS (AIR DRY) PER YEAR				
	2014	2015	2016	2017	2018
WOOD PULP FOR PAPER AND PAPERBOARD	153.750	155.733	157.825	159.757	160.449
PULP OF OTHER FIBRE FOR PAPER AND BOARD	1.084	1.094	1.097	1.078	1.064
DISSOLVING PULP, WOOD+OTHER RAW MATERIALS	3.580	3.889	3.921	3.920	3.920
PAPER AND PAPERBOARD	273.055	274.715	276.542	278.268	279.106
<b>TOTAL</b>	<b>431.469</b>	<b>435.431</b>	<b>439.385</b>	<b>443.023</b>	<b>444.539</b>
<b>Crecimiento</b>		0,918%	0,908%	0,828%	0,342%

Fuente: [www.fao.org](http://www.fao.org)

*Tabla N° 14: "Venta Nacional de Combustible"*

	Proyección de Venta				
	( miles m3)				
	2014	2015	2016	2017	2018
Gas Licuado	2.123	2.208	2.318	2.434	2.556
Gasolinas	4.004	4.164	4.372	4.591	4.821
Kerosene D.	127	132	138	145	153
Diesel	9.136	9.501	9.976	10.475	10.999
P. Combustibles	1.124	1.168	1.227	1.288	1.353
<b>Total</b>	<b>16.513</b>	<b>17.173</b>	<b>18.032</b>	<b>18.934</b>	<b>19.880</b>
<b>Crecimiento</b>	<b>-3,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>

Fuente: *Elaboración Propia*

### 3.6 Análisis de Costos de Operación.

Al realizar una revisión de los costos de venta, se puede apreciar lo siguiente: Estos incluyen el costo de adquisición y de manufactura de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta. Además se incluye la depreciación del activo Fijo.

A continuación se presentan los costos consolidados de Empresas COPEC S.A. y la apertura de sus divisiones más importantes

**Tabla N° 15: Costos de Empresas COPEC S.A. Consolidado**

	EMPRESAS COPEC S.A. (M UF)				
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	30.06.2014
Costo de Ventas	213.948,27	427.974,42	423.678,68	474.945,05	231.250,86
Costos de Distribución	-11.298,99	-17.498,59	-17.051,12	-20.460,69	-9.988,45
Gastos de Administración	-14.968,16	-22.830,74	-22.809,55	-26.410,59	-12.698,74
Otros Gastos por Función	-1.944,29	-3.285,54	-3.476,13	-5.984,98	-2.375,01
Costos Financieros	-5.292,19	-7.100,56	-8.002,08	-8.161,67	-3.652,99

Fuente: [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

**Tabla N° 16: Costos de Divisiones Relevantes de Empresas COPEC S.A.**

	CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUCION S.A. (M UF)					
	2010	2011	2012	2013	Jun 13	Jun 14
Costos de Venta	50.169,01	68.029,29	66.285,85	81.016,19	38.809,69	39.564,22
Costos de Distribución	-7.862,83	10.563,45	-9.487,03	11.924,80	-5.706,89	-5.869,93
Gastos de Administración	-7.071,02	-9.719,09	10.049,96	12.405,52	-5.893,11	-6.388,57
Otros Gastos por Función	-1.071,03	-2.112,43	-2.206,96	-3.115,92	-952,11	-1.903,39
Costos Financieros	-4.530,09	-4.592,79	-4.960,62	-5.303,05	-2.536,23	-2.522,43

	COMPAÑÍA DE PETROLEOS DE CHILE COPEC S.A. (M UF)					
	2010	2011	2012	2013	Jun 13	Jun 14
Costos de Venta	-168.715,78	-310.305,63	-374.632,51	-373.652,15	S/I	S/I
Costos de Distribución	-1.745,51	-3.926,61	-4.786,62	-6.935,15	S/I	S/I
Gastos de Administración	-8.139,08	-10.531,56	-12.203,39	-10.597,59	S/I	S/I
Otros Gastos por Función	-215,24	-647,2	-783,15	-1.023,92	S/I	S/I
Costos Financieros	-365,14	-1.876,58	-2.822,92	-2.391,66	S/I	S/I

	<b>ABASTECEDORA DE COMBUSTIBLES S.A. (M UF)</b>					
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Jun 13</b>	<b>Jun 14</b>
<b>Costos de Venta</b>	-6.829,17	-11.842,54	-12.357,77	-13.084,11	S/I	S/I
<b>Costos de Distribución</b>	-1.198,49	-2.024,19	-2.874,82	-3.097,89	S/I	S/I
<b>Gastos de Administración</b>	-397,03	-755,95	-932,7	-1.025,29	S/I	S/I
<b>Otros Gastos por Función</b>	0	0	0	0	S/I	S/I
<b>Costos Financieros</b>	-146,07	-227,57	-241,41	-211,41	S/I	S/I

**Fuente:** [www.svs.cl](http://www.svs.cl)



### 3.7 Análisis de Cuentas no operacionales

Es necesario identificar si alguna de las cuentas no operacionales (que no pertenecen al negocio principal) es de carácter recurrente, pues en el caso que lo fuese, se deberá proyectar en el Estado Resultado. Dado que, en el Estado de resultado consolidado, no se encuentran las cuentas de resultado no operacional, se revisaron las divisiones más importantes de la Empresa.

*Tabla N° 17: Análisis Cuentas no operaciones. Celulosa Arauco y Constitución*

	CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUCION S.A. (M UF)					
	2010	2011	2012	2013	Jun 13	Jun 14
Ingresos financieros	0,42%	0,56%	0,55%	0,37%	0,45%	0,29%
Costos Financieros	-5,51%	4,49%	5,51%	4,53%	4,51%	-4,23%
Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación	-0,20%	0,27%	0,44%	0,12%	0,04%	0,00%
Diferencias de Cambios	-0,43%	0,61%	0,40%	0,23%	0,30%	0,39%
Resultado por unidad de reajuste						
Perdidas que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclasificados a medidos a valor razonable						

*Fuente:* [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

En el cuadro de Celulosa Arauco y Constitución S.A., los montos están expresados como porcentajes del ingreso.

Se aprecia que existen 4 cuentas que son recurrentes. Estas son:

- Ingresos financieros.
- Costos Financieros.
- Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación.
- Diferencias de Cambios.

**Tabla N° 18: Análisis Cuentas no operaciones. Compañía de Petróleos de Chile**

	COMP. DE PETR. DE CHILE COPEC S.A.(M UF)					
	2010	2011	2012	2013	Jun 13	Jun 14
Ingresos financieros	0,05%	0,07%	0,06%	0,09%	S/I	S/I
Costos Financieros	-0,20%	-0,56%	-0,71%	-0,60%	S/I	S/I
Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación	0,37%	0,12%	0,10%	0,09%	S/I	S/I
Diferencias de Cambios	0,04%	0,05%	-0,04%	0,00%	S/I	S/I
Resultado por unidad de reajuste	0,00%	-0,06%	-0,03%	-0,01%	S/I	S/I
Perdidas que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclasificados a medidos a valor razonable	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	S/I	S/I

**Fuente:** [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

En el caso de la Compañía de Petróleos de Chile COPEC S.A., las cuentas recurrentes son:

- Ingresos financieros.
- Costos Financieros.
- Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación.
- Diferencias de Cambios.
- Resultado por unidad de reajuste.

**Tabla N° 19: Análisis Cuentas no operaciones. Abastecedora de Combustibles**

	<b>ABASTECEDORA DE COMBUSTIBLES S.A. (M UF)</b>					
	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Jun 13</b>	<b>Jun 14</b>
Ingresos financieros	0,08%	0,21%	0,37%	0,33%	S/I	S/I
Costos Financieros	-1,47%	-1,37%	-1,31%	-1,09%	S/I	S/I
Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación	2,41%	1,40%	1,78%	2,41%	S/I	S/I
Diferencias de Cambios	0,04%	0,21%	0,02%	0,00%	S/I	S/I
Resultado por unidad de reajuste	-0,50%	-0,67%	-0,49%	-0,41%	S/I	S/I
Perdidas que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclasificados a medidos a valor razonable	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	S/I	S/I

**Fuente:** [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

Finalmente, para la Abastecedora de Combustibles S.A, las cuentas recurrentes son:

- Ingresos financieros.
- Costos Financieros.
- Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el método de la participación.
- Diferencias de Cambios.
- Resultado por unidad de reajuste.

### 3.8 Análisis de Activos

En esta sección se busca clasificar los activos de la empresa como Operaciones y No Operacionales. Se considerarán los datos al cierre del 30 de Junio del 2014.

*Tabla N° 20: Activos Empresas COPEC S.A.*

Activos	30.06.2014	
	MUS\$	Tipo de Activo
<b>Activos corrientes</b>		
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.723.656	Operacional
Otros activos financieros corrientes	154.890	Operacional
Otros Activos No Financieros, Corriente	231.728	Operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.947.792	Operacional
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	234.855	Operacional
Inventarios	1.806.246	Operacional
Activos biológicos corrientes	318.641	Operacional
Activos por impuestos corrientes	68.773	Operacional
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	11.541	No Operacional
<b>Activos No Corrientes</b>		
Otros activos financieros no corrientes	45.735	Operacional
Otros activos no financieros no corrientes	160.067	No Operacional
Derechos por cobrar no corrientes	59.905	No Operacional
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, No Corriente	6.249	No Operacional
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	795.415	No Operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	991.604	Operacional
Plusvalía	215.065	No Operacional
Propiedades, Planta y Equipo	10.193.549	Operacional
Activos biológicos, no corrientes	3.602.238	No Operacional
Propiedad de inversión	56.556	No Operacional
Activos por impuestos diferidos	228.006	Operacional

*Fuente:* [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

Los Activos Clasificados como no operacionales se detallan a continuación:

- Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta: Corresponde al grupo de Activos que, si bien pueden ser parte de la operación, estos están clasificados como prescindibles de la compañía.
- Otros activos no financieros no corrientes
- Derechos por cobrar no corrientes
- Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, No Corriente
- Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación: Corresponde a todas las inversiones realizadas en las empresas relacionadas. Se destacan las principales operaciones de compra y venta de participaciones, aumentos de capital, fusiones y divisiones relacionadas con las filiales.
- Plusvalía: Corresponde al exceso del costo de adquisición sobre el valor razonable de la participación del grupo en los activos netos identificables de la subsidiaria / asociada adquirida a la fecha de compra.
- Activos biológicos, no corrientes
- Propiedad de inversión: Corresponde a :
  - Adquisiciones mediante combinaciones de Negocio.
  - Desapropiaciones.
  - Transferencias desde propiedades ocupadas por el dueño.
  - Retiros.
  - Propiedades que no se utilizan para actividades operacionales.

### 3.9 Proyección de EERR

Una vez recopilados todos los antecedentes, se procede con la elaboración de la proyección del Estado de Resultados.

#### 3.9.1 Proyección de EERR desde el 2014 al 2018

##### 3.9.1.1 Ingresos de Operación.

Para proyectar los ingresos de cada división de Empresas COPEC S.A. se utilizarán distintos criterios para proyectar el crecimiento de sus divisiones.

Respecto a Arauco, dado que el crecimiento histórico ha rondado el 9,41%, se supondrá que el segundo semestre del 2014 volverá a una tasa de un 9,41% y para los próximos años se mantendrá constante.

Respecto a COPEC, se supondrá una tasa del 5,00% y con respecto a Abastible, se supondrá una tasa del 2,74%.

*Tabla N° 21: Crecimientos de Divisiones de Arauco*

	Jun 13	Jun 14	Crecimiento
<b>CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUCION S.A. (M UF)</b>	56.266	59.573	<b>5,88%</b>
<b>COMPAÑÍA DE PETROLEOS DE CHILE COPEC S.A. (M UF)</b>	200.371	203.209	<b>1,42%</b>
<b>ABASTECEDORA DE COMBUSTIBLES S.A. (M UF)</b>	8.850	9.093	<b>2,74%</b>

*Fuente:* [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

Con las tasas de crecimiento, se elabora la siguiente proyección de Ingresos.

*Tabla N° 22: Proyección de ingresos por división*

División	Ingreso					
	Proyección M UF					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Arauco	117.190	126.102	137.968	150.951	165.156	180.697
COPEC	401.346	421.414	442.484	464.609	487.839	512.231
Abastible	19.472	20.006	20.554	21.117	21.696	22.290

*Fuente: Elaboración Propia*

### 3.9.1.2 Costos de Operación.

En esta sección, se proyectan los costos de Operación de las divisiones. No se posee mayor detalle de si los costos son gastos fijos o variables. Para estimarlos, se proyectan en base al porcentaje promedio que han usado durante los últimos años.

*Tabla N° 23: Estimación de costos en porcentaje sobre ingresos por división.*

Arauco	Proyección Costos				
	2010	2011	2012	2013	Promedio
Ingreso Actividades Ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de Venta	-61,00%	-66,49%	-73,59%	-69,13%	-67,55%
Otros Ingresos por función	10,05%	10,86%	9,50%	7,48%	9,47%
Costos de Distribución	-9,56%	-10,32%	-10,53%	-10,18%	-10,15%
Gastos de Administración	-8,60%	-9,50%	-11,16%	-10,59%	-9,96%
Otros Gastos por Función	-1,30%	-2,06%	-2,45%	-2,66%	-2,12%
Otras Pérdidas	0,00%	0,00%	0,38%	0,00%	0,09%

Copec	Proyección Costos				
	2010	2011	2012	2013	Promedio
Ingreso Actividades Ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de Venta	-91,72%	-93,29%	-93,98%	-93,10%	-93,02%
Otros Ingresos por función	0,04%	0,16%	0,19%	0,25%	0,16%
Costos de Distribución	-0,95%	-1,18%	-1,20%	-1,73%	-1,26%
Gastos de Administración	-4,42%	-3,17%	-3,06%	-2,64%	-3,32%
Otros Gastos por Función	-0,12%	-0,19%	-0,20%	-0,26%	-0,19%
Otras Pérdidas	-0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,01%

Abastible	Proyección Costos				
	2010	2011	2012	2013	Promedio
Ingreso Actividades Ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de Venta	-68,61%	-71,41%	-67,12%	-67,19%	-68,58%
Otros Ingresos por función	0,21%	0,12%	0,23%	0,43%	0,25%
Costos de Distribución	-12,04%	-12,21%	-15,61%	-15,91%	-13,94%
Gastos de Administración	-3,99%	-4,56%	-5,07%	-5,27%	-4,72%
Otros Gastos por Función	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otras Perdidas	-0,84%	-0,48%	-1,16%	-0,57%	-0,76%

Fuente: [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

### 3.9.1.3 Resultado no Operacional.

Dada la existencia de cuentas no operacionales recurrentes, es necesario estimarlas. Se proyectan porcentaje de los ingresos de acuerdo al promedio de los últimos años.

*Tabla N° 24: Proyección del Resultado no operacional por División.*

Arauco	Proyección Resultado No Operacional				
	2010	2011	2012	2013	Promedio
Ingresos financieros	0,42%	0,56%	0,55%	0,37%	0,47%
Costos Financieros	-5,51%	-4,49%	-5,51%	-4,53%	-5,01%
Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el metodo de la participación	-0,20%	-0,27%	0,44%	0,12%	0,02%
Diferencias de Cambios	-0,43%	-0,61%	-0,40%	-0,23%	-0,42%
Resultado por unidad de reajuste	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Perdidas que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclasificados a medidos a valor razonable	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

**Fuente:** [www.svs.cl](http://www.svs.cl)



Copec	Proyección Resultado No Operacional				
	2010	2011	2012	2013	Promedio
Ingresos financieros	0,05%	0,07%	0,06%	0,09%	0,07%
Costos Financieros	-0,20%	-0,56%	-0,71%	-0,60%	-0,52%
Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el Método de la participación	0,37%	0,12%	0,10%	0,09%	0,17%
Diferencias de Cambios	0,04%	0,05%	-0,04%	0,00%	0,01%
Resultado por unidad de reajuste	0,00%	-0,06%	-0,03%	-0,01%	-0,02%
Pérdidas que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclasificados a medidos a valor razonable	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Abastible	Proyección Resultado No Operacional				
	2010	2011	2012	2013	Promedio
Ingresos financieros	0,08%	0,21%	0,37%	0,33%	0,25%
Costos Financieros	-1,47%	-1,37%	-1,31%	-1,09%	-1,31%
Participación en las ganancias asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el Método de la participación	2,41%	1,40%	1,78%	2,41%	2,00%
Diferencias de Cambios	0,04%	0,21%	0,02%	0,00%	0,07%
Resultado por unidad de reajuste	-0,50%	-0,67%	-0,49%	-0,41%	-0,52%
Pérdidas que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclasificados a medidos a valor razonable	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

### 3.9.1.4 Ganancia Antes de Impuestos.

Después de realizar los cálculos anteriores, se obtienen los siguientes resultados antes de Impuestos.

*Tabla N° 25: Proyección del Resultado antes de Impuesto por División.*

División	Resultado Antes de Impuestos					
	Proyección M UF					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Arauco	12.502	18.614	20.366	22.283	24.379	26.673
Copac	8.408	8.629	9.060	9.513	9.989	10.488
Abastible	2.481	2.547	2.617	2.688	2.762	2.838

*Fuente: Elaboración Propia*

### 3.9.1.5 Pago de Impuestos

Para efectos de este trabajo, se supone una tasa impositiva de un 20%. De acuerdo a esto, el impuesto total por división es el siguiente:

*Tabla N° 26: Proyección del pago de Impuestos por División.*

División	Impuestos					
	Proyección M UF					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Arauco	-2.969	-3.723	-4.073	-4.457	-4.876	-5.335
Copac	-2.499	-1.726	-1.812	-1.903	-1.998	-2.098
Abastible	-543	-509	-523	-538	-552	-568

*Fuente: Elaboración Propia*

### 3.9.1.6 *Ganancia o Pérdida.*

Finalmente, la Ganancia obtenida para cada división es la siguiente:

*Tabla N° 27: Proyección de la Ganancia por División.*

		<b>Ganancia por División</b>				
		<b>Proyección M UF</b>				
<b>División</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Arauco	9.533	14.892	16.293	17.826	19.503	21.339
COPEC	5.908	6.903	7.248	7.610	7.991	8.390
Abastible	1.938	2.038	2.093	2.151	2.210	2.270

*Fuente: Elaboración Propia*

### 3.10 Proyección de Flujos de Caja Libre.

En el apartado anterior, se realizaron las estimaciones necesarias para proyecta el estado resultado de Empresas COPEC S.A. En el siguiente apartado, se realizaran los ajustes necesarios para, a partir de la proyección del estado de resultado, proyectar los flujos de caja libre

#### 3.10.1.1 Depreciación y Amortización.

Respecto a la depreciación, se consideró la del informe de Diciembre de 2013 del reporte consolidado de Empresas COPEC S.A. Esta se proyectará constante en el tiempo.

*Tabla N° 28: Depreciación y Amortización últimos años.*

Consolidado Empresas COPEC S.A.	MUSD			
	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13
Depreciación y Amortización	321.899	435.672	505.436	542.122

*Fuente:* [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

*Tabla N° 29: Depreciación y Amortización Diciembre 2013.*

Consolidado Empresas COPEC S.A.	dic-13
Depreciación y Amortización	542.122
<i>Depreciación</i>	<i>438.903</i>
<i>Amortización</i>	<i>103.219</i>

*Fuente:* [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

### 3.10.1.2 Inversión de Reposición.

Para estimar los flujos de inversión de Reposición se obtuvieron los datos que se encuentran en el estado resultado consolidado.

*Tabla N° 30: Inversión como porcentaje de la depreciación.*

	2010	2011	2012	2013
	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD
Compra de Propiedades Plantas y Equipos	959.331	1.389.129	956.277	1.024.388
Depreciación	321.899	435.672	505.436	542.122
Inversión (% depreciación)	298,0%	318,8%	189,2%	189,0%

**Fuente: Elaboración Propia**

Se supone un 100% de la depreciación como inversión en reposición según su comportamiento histórico.

### 3.10.1.3 Nuevas Inversiones (Activo Fijo).

Empresas COPEC ha realizado inversiones en Activo Fijo por un monto promedio de MUSD 1.027.878.

*Tabla N° 31: Proyección de la Ganancia por División.*

	2010	2011	2012	2013	2014
	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD
Compra de Propiedades Plantas y Equipos	959.331	1.389.129	956.277	1.024.388	810.264

Promedio	1.027.878
----------	-----------

**Fuente: Elaboración Propia**

No se tiene información pública respecto al CAPEX de la empresa, sin embargo, para justificar el crecimiento de los ingresos, es necesario proyectar nuevas inversiones en activo fijo.

*Tabla N° 32: Inversiones % de las Ventas*

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Ingresos	12.149.778	21.124.578	22.779.537	24.339.279
Propiedades, Planta y Equipo	7.747.150	8.110.397	9.007.007	10.082.124
% Ingresos	63,76%	38,39%	39,54%	41,42%
Promedio			39,79%	

**Fuente: Elaboración Propia**

Al utilizar el porcentaje promedio de las Propiedades Plantas y Equipos sobre los Ingresos, se obtiene un 39,79%. Este valor se utiliza para proyectar el valor de Propiedades, Plantas y Equipo.

Se debe recalcar que para el año 2014, se utilizó la variación entre Junio del 2014 y Diciembre del 2013. Este valor fue multiplicado por dos para abarcar el periodo completo del 2014.

**Tabla N° 33: Proyección de Inversiones en Propiedades, Plantas y Equipos**

	31.12.2013	30.06.2014	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Propiedades, Plantas y Equipo	10.082.124	10.193.549	10.304.974	10.432.918	11.052.120	11.711.999	12.415.520
Variación		111.425	222.850	127.944	619.202	659.880	703.521

**Fuente: Elaboración Propia**

#### **3.10.1.4 Inversión en Capital de trabajo.**

A continuación, se presentan los activos circulantes y pasivos circulantes de la empresa. Se aprecia durante los años de análisis, se presenta un exceso de capital de trabajo.

**Tabla N° 34: Proyección de la Ganancia por División.**

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Activos Circulantes				
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.729.362	1.747.144	1.984.061	1.842.747
Inventarios	1.187.656	1.494.465	1.569.927	1.592.645
Activos biológicos corrientes	348.159	285.301	258.914	263.056
Pasivos Circulantes				
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.079.290	1.306.496	1.690.929	1.788.930
Ventas	12.149.778	21.124.578	22.779.537	24.339.279
RCTON	17,99%	10,51%	9,32%	7,85%
Promedio RCTON (2011, 2012 y 2013)	9,22%			

**Fuente: Elaboración Propia**

### 3.10.1.5 Activos Prescindibles

Al cierre de Junio de 2014, Empresas COPEC S.A. presenta la siguiente cifra como Activos disponibles para la venta.

**Tabla N° 35: Activos Disponibles para la venta.**

	MUS\$
Activos Disponibles para la Venta	11,541

**Fuente:** [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

### 3.10.1.6 Deuda Financiera.

Empresas COPEC S.A. presenta la siguiente Deuda Financiera.

**Tabla N° 36: Deuda Financiera.**

Dólar	468,37	521,46	478,6	523,76	550,6
UF	21.455,55	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.023,61
	<b>31.12.2010</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>30.06.2014</b>
	<b>MUS\$</b>	<b>MUS\$</b>	<b>MUS\$</b>	<b>MUS\$</b>	<b>MUS\$</b>
Otros pasivos financieros corrientes	903.737	694.628	1.282.670	1.249.933	1.505.797
Otros pasivos financieros no corrientes	4.068.519	4.617.992	5.568.555	5.862.497	5.609.480
Total Deuda Intereses Dólar	4.972.256	5.312.620	6.851.225	7.112.430	7.115.277
Total Deuda Intereses UF	108.543,27	124.262,81	143.559,05	159.814,53	163.075,89

**Fuente:** [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

### 3.10.1.7 Valoración Económica.

A partir del estado resultado, se obtiene el siguiente flujo de caja.

*Tabla N° 37: Valor Presente Activos.*

	Proyección					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019 al &
<b>Ganancia del Ejercicio</b>	<b>23.832</b>	<b>25.634</b>	<b>27.587</b>	<b>29.704</b>	<b>31.999</b>	<b>31.999</b>
Depreciación	9.581	9.581	9.581	9.581	9.581	9.581
Amortización	2.253	2.253	2.253	2.253	2.253	2.253
Costos Financieros	8.754	9.464	10.236	11.075	11.987	11.987
Diferencia de Cambio	513	563	617	675	740	740
Resultado por Unidad de Ajuste	208	216	224	233	242	242
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>45.141</b>	<b>47.711</b>	<b>50.498</b>	<b>53.522</b>	<b>56.803</b>	<b>56.803</b>
Inversión en Reposición	(9.581)	(9.581)	(9.581)	(9.581)	(9.581)	(9.581)
Inversión en Nuevo Activo Fijo	(4.865)	(2.793)	(13.517)	(14.405)	(15.358)	
Inversión en Capital de Trabajo	(2.721)	(3.087)	(3.289)	(3.505)	(3.737)	
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>27.974</b>	<b>32.250</b>	<b>24.111</b>	<b>26.030</b>	<b>28.127</b>	<b>47.221</b>

Tasa	8,995%
------	--------

Periodo respecto al 30 de Junio	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Cometario	Mitad Flujo	Normal	Normal	Normal	Normal	Perpetuidad
<b>Flujos Descontados</b>	<b>13.397</b>	<b>28.338</b>	<b>19.437</b>	<b>19.251</b>	<b>19.084</b>	<b>355.914</b>

<b>Valor Presente Activos EN M UF</b>	<b>455.421</b>
---------------------------------------	----------------

*Fuente: Elaboración Propia*



Después de obtener el Valor Presente de los Flujos, es necesario realizar los ajustes necesarios para obtener el Patrimonio. En estos ajustes se consideran los Activos prescindibles.

**Tabla N° 38: Patrimonio Neto**

<b>Valor Presente Activos EN M UF</b>	<b>455.421</b>
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	265
Otros activos no financieros no corrientes	3.669
Derechos por cobrar no corrientes	1.373
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, No Corriente	143
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	18.230
Plusvalía	4.929
Activos biológicos, no corrientes	82.560
Propiedad de inversión	1.296
<b>Valor Económico de los Activos</b>	<b>567.886</b>
Deuda	(163.076)
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>404.811</b>

**Fuente: Elaboración Propia**

Del Patrimonio Neto, se puede obtener el valor de la acción, al dividirlo por el total de acciones vigentes a la fecha y transformando todo a pesos.

**Tabla N° 39: Comparación de Precio Estimado y Precio Real.**

Patrimonio	404.811
Acciones	1.299.853.848
Precio	6.682
Precio 30 de Junio 2014	7.206
Dif	(524)
Diferencia %	(7,2)%

**Fuente: Elaboración Propia**

Finalmente, se aprecia que el precio estimado es un 7,2% menor al precio de cierre del día 30 de Junio de 2014.

### 3.11 Análisis de Sensibilidad.

Con el fin de realizar un análisis de sensibilidad del modelo, se realizó una variación de un punto porcentual a las estimaciones de crecimiento de las tres divisiones más importantes de Empresas Copec S.A, a la Tasa de descuento, a la Depreciación y al Activo de Reposición.

**Tabla N° 40: Análisis de Sensibilidad**

	Análisis Sensibilidad	
	Variación Crecimiento	Variación Precio Acción
Arauco	1,00%	2,30%
Copec	1,00%	0,80%
Abastible	1,00%	0,20%
Tasa de Descuento	1,00%	(12,50%)
Activo Reposición	1,00%	(0,10%)

**Fuente: Elaboración Propia**

De la tabla anterior, se puede apreciar que la variable más sensible del modelo corresponde a la tasa de descuento. Un incremento de un 1% de la tasa de descuento implicará una disminución de 12,5 % del precio final de la acción.

El crecimiento de las ventas de división Arauco es también otro factor relevante en el modelo. Si esta variable aumenta en un 1%, el precio de la acción variará en un 2,30%.

Respecto al crecimiento de las ventas de la división Copec, afectará en un 0,80% al precio de la acción por un 1% que se aumenten sus ventas.

### 1.1.1 Conclusiones

- El precio final que determina el modelo para la Acción de Empresas COPEC S.A. es de \$6.682 al 30 de Junio de 2014.
- El precio final al cual se transó la acción al cierre del 30 de junio es de \$7.206. Esto implica que el modelo sugiere que la acción está sobrevalorada en un 7,2%.
- La Razón Endeudamiento sobre Valor Empresa al 30 de junio de 2014 es de 29,49%; la Razón Patrimonio a Valor Empresa es de 70,51% y Razón Deuda a Patrimonio de Empresa 41,82.
- El Beta patrimonial de la acción, de acuerdo a la regresión lineal efectuada entre los retornos de la acción de la empresa y el índice de mercado, es de 1,576.
- El Costo de la Deuda, corresponde a la tasa del Bono que posee mayor plazo emitido por la empresa al 30 de junio de 2014, la cual corresponde a 3,45%.
- El Beta de la Deuda es de 0,2040.
- La tasa correspondiente al costo patrimonial es de 11,49%.
- El costo de Capital es de 9,002%
- La variable más sensible que presenta el modelo es la tasa de descuento. Un incremento de un 1% de la tasa de descuento implicará una disminución de 12,50 % del precio final de la acción.
- El crecimiento de las ventas de división Arauco es también otro factor relevante en el modelo. Si esta variable aumenta en un 1%, el precio de la acción variará en un 2,30%.
- Respecto al crecimiento de las ventas de la división Copec, afectara en un 0,8% al precio de la acción por un 1% que se aumenten sus ventas.
- Las divisiones de Pesca, Oleoductos y otras inversiones no representan un gran efecto sobre el valor de la acción.

## 4 ANEXOS

### 4.1 Datos de Mercado de Celulosa.

Fecha	Ventas Físicas	Precio	Ventas * Precio	Crecimiento	Crecimiento Mensual
ene-03	101,8	48,51	4.937,3		
feb-03	100,6	52,08	5.237,8	106,1%	6,1%
mar-03	102,6	56,15	5.762,1	110,0%	10,0%
abr-03	98,3	59,83	5.881,9	102,1%	2,1%
may-03	89,1	61,33	5.467,2	92,9%	-7,1%
jun-03	89,6	59,93	5.367,3	98,2%	-1,8%
jul-03	89,0	57,46	5.111,7	95,2%	-4,8%
ago-03	105,8	56,12	5.936,3	116,1%	16,1%
sep-03	108,1	57,37	6.201,5	104,5%	4,5%
oct-03	103,0	59,28	6.104,2	98,4%	-1,6%
nov-03	100,8	60,54	6.102,4	100,0%	0,0%
dic-03	111,4	61,39	6.840,3	112,1%	12,1%
ene-04	115,7	61,50	7.116,6	104,0%	4,0%
feb-04	108,5	63,28	6.863,0	96,4%	-3,6%
mar-04	126,6	66,71	8.445,8	123,1%	23,1%
abr-04	97,7	69,54	6.791,4	80,4%	-19,6%
may-04	112,2	70,26	7.881,7	116,1%	16,1%
jun-04	107,5	71,69	7.704,2	97,7%	-2,3%
jul-04	109,2	72,32	7.895,4	102,5%	2,5%
ago-04	112,2	70,79	7.940,7	100,6%	0,6%
sep-04	117,9	68,12	8.029,8	101,1%	1,1%
oct-04	130,0	64,98	8.447,0	105,2%	5,2%
nov-04	111,8	65,11	7.276,6	86,1%	-13,9%
dic-04	137,6	67,36	9.267,7	127,4%	27,4%

Fecha	Ventas Físicas	Precio	Ventas * Precio	Crecimiento	Crecimiento Mensual
ene-05	103,8	68,75	7.137,1	77,0%	-23,0%
feb-05	119,3	69,88	8.335,6	116,8%	16,8%
mar-05	116,2	71,06	8.260,2	99,1%	-0,9%
abr-05	119,2	70,50	8.407,4	101,8%	1,8%
may-05	109,1	68,18	7.441,9	88,5%	-11,5%
jun-05	115,2	66,09	7.613,1	102,3%	2,3%
jul-05	105,3	65,12	6.853,7	90,0%	-10,0%
ago-05	115,7	64,38	7.448,6	108,7%	8,7%
sep-05	114,8	64,07	7.352,7	98,7%	-1,3%
oct-05	110,6	65,09	7.201,9	97,9%	-2,1%
nov-05	119,3	65,96	7.867,1	109,2%	9,2%
dic-05	120,6	65,82	7.938,6	100,9%	0,9%
ene-06	121,2	66,03	8.003,9	100,8%	0,8%
feb-06	128,2	67,82	8.697,5	108,7%	8,7%
mar-06	129,7	68,92	8.939,3	102,8%	2,8%
abr-06	117,4	70,19	8.241,3	92,2%	-7,8%
may-06	117,1	71,68	8.396,1	101,9%	1,9%
jun-06	110,9	73,78	8.183,6	97,5%	-2,5%
jul-06	109,6	76,21	8.351,2	102,0%	2,0%
ago-06	117,6	77,58	9.120,8	109,2%	9,2%
sep-06	115,9	78,07	9.044,6	99,2%	-0,8%
oct-06	125,0	79,06	9.883,3	109,3%	9,3%
nov-06	132,7	80,00	10.617,5	107,4%	7,4%
dic-06	137,0	80,16	10.980,6	103,4%	3,4%

Fecha	Ventas Físicas	Precio	Ventas * Precio	Crecimiento	Crecimiento Mensual
ene-07	124,1	81,31	10.094,3	91,9%	-8,1%
feb-07	148,0	82,95	12.273,6	121,6%	21,6%
mar-07	160,3	83,42	13.371,4	108,9%	8,9%
abr-07	139,7	84,30	11.773,1	88,0%	-12,0%
may-07	160,8	85,30	13.717,7	116,5%	16,5%
jun-07	142,4	86,40	12.307,5	89,7%	-10,3%
jul-07	148,0	87,72	12.985,2	105,5%	5,5%
ago-07	148,1	87,86	13.008,8	100,2%	0,2%
sep-07	150,0	89,01	13.354,7	102,7%	2,7%
oct-07	157,7	91,02	14.357,1	107,5%	7,5%
nov-07	149,6	92,49	13.839,9	96,4%	-3,6%
dic-07	163,6	94,61	15.477,3	111,8%	11,8%
ene-08	147,5	96,22	14.195,5	91,7%	-8,3%
feb-08	140,5	96,64	13.579,2	95,7%	-4,3%
mar-08	170,1	96,64	16.443,0	121,1%	21,1%
abr-08	159,0	97,79	15.548,2	94,6%	-5,4%
may-08	159,4	99,32	15.833,3	101,8%	1,8%
jun-08	153,8	99,25	15.267,1	96,4%	-3,6%
jul-08	155,5	98,83	15.368,9	100,7%	0,7%
ago-08	139,1	97,50	13.565,0	88,3%	-11,7%
sep-08	155,0	95,22	14.761,5	108,8%	8,8%
oct-08	150,1	90,68	13.607,0	92,2%	-7,8%
nov-08	148,3	82,00	12.162,0	89,4%	-10,6%
dic-08	170,4	73,04	12.445,6	102,3%	2,3%

Fecha	Ventas Físicas	Precio	Ventas * Precio	Crecimiento	Crecimiento Mensual
ene-09	156,6	67,78	10.614,0	85,3%	-14,7%
feb-09	149,1	64,85	9.669,4	91,1%	-8,9%
mar-09	172,0	63,51	10.926,1	113,0%	13,0%
abr-09	162,2	63,57	10.310,3	94,4%	-5,6%
may-09	162,2	64,30	10.427,8	101,1%	1,1%
jun-09	152,6	66,96	10.216,9	98,0%	-2,0%
jul-09	154,1	70,36	10.844,6	106,1%	6,1%
ago-09	169,6	73,21	12.415,2	114,5%	14,5%
sep-09	154,5	77,63	11.994,3	96,6%	-3,4%
oct-09	173,8	81,63	14.186,5	118,3%	18,3%
nov-09	158,7	84,75	13.446,7	94,8%	-5,2%
dic-09	148,3	87,45	12.965,0	96,4%	-3,6%
ene-10	156,5	89,43	13.995,5	107,9%	7,9%
feb-10	144,3	92,27	13.317,7	95,2%	-4,8%
mar-10	101,7	96,49	9.808,7	73,7%	-26,3%
abr-10	115,7	100,77	11.662,0	118,9%	18,9%
may-10	125,6	103,86	13.045,9	111,9%	11,9%
jun-10	145,9	106,47	15.530,0	119,0%	19,0%
jul-10	146,2	107,50	15.720,9	101,2%	1,2%
ago-10	141,8	107,22	15.205,9	96,7%	-3,3%
sep-10	162,0	106,74	17.293,7	113,7%	13,7%
oct-10	159,5	106,10	16.919,6	97,8%	-2,2%
nov-10	149,5	105,04	15.700,8	92,8%	-7,2%
dic-10	166,6	104,24	17.368,0	110,6%	10,6%

Fecha	Ventas Físicas	Precio	Ventas * Precio	Crecimiento	Crecimiento Mensual
ene-11	155,0	104,22	16.158,7	93,0%	-7,0%
feb-11	159,0	104,22	16.567,9	102,5%	2,5%
mar-11	162,8	105,93	17.242,4	104,1%	4,1%
abr-11	151,7	109,16	16.561,1	96,0%	-4,0%
may-11	155,8	110,86	17.269,6	104,3%	4,3%
jun-11	159,9	111,96	17.900,5	103,7%	3,7%
jul-11	158,4	111,73	17.700,1	98,9%	-1,1%
ago-11	149,9	109,12	16.357,9	92,4%	-7,6%
sep-11	149,4	106,01	15.840,3	96,8%	-3,2%
oct-11	149,1	102,32	15.252,9	96,3%	-3,7%
nov-11	167,2	97,41	16.288,7	106,8%	6,8%
dic-11	170,8	92,58	15.810,2	97,1%	-2,9%
ene-12	187,6	91,29	17.131,0	108,4%	8,4%
feb-12	156,4	91,03	14.233,2	83,1%	-16,9%
mar-12	175,0	92,00	16.103,2	113,1%	13,1%
abr-12	143,7	93,23	13.396,0	83,2%	-16,8%
may-12	158,0	93,58	14.788,8	110,4%	10,4%
jun-12	155,8	91,68	14.279,9	96,6%	-3,4%
jul-12	159,7	88,94	14.205,9	99,5%	-0,5%
ago-12	154,1	85,94	13.239,8	93,2%	-6,8%
sep-12	151,9	84,13	12.783,4	96,6%	-3,4%
oct-12	169,8	85,13	14.458,5	113,1%	13,1%
nov-12	163,3	87,22	14.247,4	98,5%	-1,5%
dic-12	172,1	88,58	15.244,3	107,0%	7,0%



Fecha	Ventas Físicas	Precio	Ventas * Precio	Crecimiento	Crecimiento Mensual
ene-13	173,9	89,41	15.552,5	102,0%	2,0%
feb-13	156,8	90,22	14.146,3	91,0%	-9,0%
mar-13	156,9	91,62	14.371,7	101,6%	1,6%
abr-13	166,8	92,53	15.437,6	107,4%	7,4%
may-13	168,7	93,69	15.805,1	102,4%	2,4%
jun-13	165,2	94,31	15.579,5	98,6%	-1,4%
jul-13	164,1	94,38	15.486,5	99,4%	-0,6%
ago-13	164,3	94,23	15.486,6	100,0%	0,0%
sep-13	158,1	95,01	15.019,3	97,0%	-3,0%
oct-13	164,8	96,69	15.938,6	106,1%	6,1%
nov-13	157,1	98,40	15.457,4	97,0%	-3,0%
dic-13	160,1	99,46	15.926,8	103,0%	3,0%
ene-14	140,3	100,00	14.032,1	88,1%	-11,9%
feb-14	174,3	100,57	17.528,5	124,9%	24,9%
mar-14	178,4	101,08	18.028,2	102,9%	2,9%
abr-14	169,7	101,44	17.216,2	95,5%	-4,5%
may-14	169,2	101,53	17.175,6	99,8%	-0,2%
jun-14	162,4	101,59	16.496,0	96,0%	-4,0%

## 4.2 Proyección Consolidada.

		Proyeccion Consolidada					
		Proyeccion					
		2014	2015	2016	2017	2018	
M UF							
Ingreso Actividades Ordinarias		567.522	601.007	636.677	674.691	715.218	
Costos de Venta		( 490.917)	( 518.909)	( 548.646)	( 580.248)	( 613.845)	
	<b>Ganancia Bruta</b>	76.605	82.098	88.031	94.442	101.374	
Otros Ingresos por funcion		12.674	13.833	15.100	16.484	17.997	
Costos de Distribución		( 20.915)	( 22.462)	( 24.138)	( 25.954)	( 27.923)	
Gastos de Administracion		( 27.508)	( 29.416)	( 31.471)	( 33.685)	( 36.072)	
Otros Gastos por Funcion		( 3.476)	( 3.768)	( 4.085)	( 4.430)	( 4.806)	
Otras Perdidas		( 184)	( 190)	( 196)	( 202)	( 209)	
	<b>Ganancia Actividades Operacionales</b>	37.195	40.094	43.240	46.654	50.361	
Ingresos financieros		937	1.010	1.088	1.172	1.264	
Costos Financieros		( 8.754)	( 9.464)	( 10.236)	( 11.075)	( 11.987)	
Participacion en las ganancias asociadas y negocios conjuntos que se contabilizan utilizando el metodo de la participacion		1.133	1.182	1.233	1.286	1.342	
Diferencias de Cambios		( 513)	( 563)	( 617)	( 675)	( 740)	
Resultado por unidad de reajuste		( 208)	( 216)	( 224)	( 233)	( 242)	
Perdidas que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de los activos financieros reclasificados a medidos a valor razonable		-	-	-	-	-	
	<b>Ganancia Antes de impuestos</b>	29.790	32.043	34.484	37.130	39.999	
Impuesto a las ganancias (% Ganancia)		( 5.958)	( 6.409)	( 6.897)	( 7.426)	( 8.000)	
Ganancia procedente de las operaciones continuadas		23.832	25.634	27.587	29.704	31.999	
Ganancia procedente de las operaciones Discontinuas							
	<b>Ganancia del Ejercicio</b>	<b>23.832</b>	<b>25.634</b>	<b>27.587</b>	<b>29.704</b>	<b>31.999</b>	<b>355.747</b>
Periodo		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
Depreciación		9.581	9.581	9.581	9.581	9.581	106.516
Amortización		2.253	2.253	2.253	2.253	2.253	25.050
Costos Financieros		8.754	9.464	10.236	11.075	11.987	133.258
Diferencia de Cambio		513	563	617	675	740	8.227
Resultado por Unidad de Ajuste		208	216	224	233	242	2.691
<b>Flujo de Caja Bruto</b>		<b>45.141</b>	<b>47.711</b>	<b>50.498</b>	<b>53.522</b>	<b>56.803</b>	<b>631.490</b>
Inversión en Reposición		( 9.581)	( 9.581)	( 9.581)	( 9.581)	( 9.581)	( 106.516)
Inversión en Nuevo Activo Fijo		( 4.865)	( 2.793)	( 13.517)	( 14.405)	( 15.358)	
Inversión en Capital de Trabajo		( 2.721)	( 3.087)	( 3.289)	( 3.505)	( 3.737)	
<b>Flujo de Caja Libre</b>		<b>27.974</b>	<b>32.250</b>	<b>24.111</b>	<b>26.030</b>	<b>28.127</b>	<b>524.974</b>
Tasa		8,995%					
Flujos Descontados		13.398	28.341	19.440	19.256	19.090	356.294
Valor Presente Activos EN M UF		455.818					
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta		265					
Otros activos no financieros no corrientes		3.669					
Derechos por cobrar no corrientes		1.373					
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, No Corriente		143					
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación		18.230					
Plusvalía		4.929					
Activos biológicos, no corrientes		82.560					
Propiedad de inversión		1.296					
<b>VAN en M UF</b>		<b>568.282,47</b>					
<b>Deuda</b>		<b>163.075,89</b>					
<b>Patrimonio</b>		<b>405.206,58</b>					
Acciones		1.299.853.848					
Precio		6.688					
Precio 30 de Junio		7.206					
Dif		( 518)					

### 4.3 Valor Tipo de Cambio y U.F.

Tipo de Cambio y Valor U.F.						
	2010	2011	2012	2013	JUN 2013	JUN 2014
USD	468,37	521,46	478,60	530,88	503,86	550,60
UF	21.455,55	22.294,03	22.840,75	23.309,56	22.852,67	24.023,61

#### 4.4 Activos.

		31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	30.06.2014
		MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
<b>Activos</b>						
<b>Activos corrientes</b>						
	Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.739.692	1.131.981	1.153.925	1.508.139	1.723.656
	Otros activos financieros corrientes	72.846	93.141	154.765	160.404	154.890
	Otros Activos No Financieros, Corriente	217.141	244.192	251.043	224.343	231.728
	Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.729.362	1.747.144	1.984.061	1.842.747	1.947.792
	Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, Corriente	98.387	209.781	267.771	184.725	234.855
	Inventarios	1.187.656	1.494.465	1.569.927	1.592.645	1.806.246
	Activos biológicos corrientes	348.159	285.301	258.914	263.056	318.641
	Activos por impuestos corrientes	80.446	71.967	133.045	91.985	68.773
<b>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</b>		<b>5.473.689</b>	<b>5.277.972</b>	<b>5.773.451</b>	<b>5.868.044</b>	<b>6.486.581</b>
	Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	370.734	357.596	353.107	15.488	11.541
	Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para distribuir a los propietarios	0	0	0	0	0
<b>Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios</b>		<b>370.734</b>	<b>357.596</b>	<b>353.107</b>	<b>15.488</b>	<b>11.541</b>
<b>Activos corrientes totales</b>		<b>5.844.423</b>	<b>5.635.568</b>	<b>6.126.558</b>	<b>5.883.532</b>	<b>6.498.122</b>
<b>Activos No Corrientes</b>						
	Otros activos financieros no corrientes	72.487	12.088	71.554	59.052	45.735
	Otros activos no financieros no corrientes	61.114	105.830	153.073	153.097	160.067
	Derechos por cobrar no corrientes	8.577	20.449	29.471	58.905	59.905
	Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, No Corriente	491	2.460	6.010	6.174	6.249
	Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	1.138.908	1.494.075	1.700.076	970.893	795.415
	Activos intangibles distintos de la plusvalía	698.371	754.182	951.432	1.001.690	991.604
	Plusvalía	159.450	165.501	192.889	209.960	215.065
	Propiedades, Planta y Equipo	7.747.150	8.110.397	9.007.007	10.082.124	10.193.549
	Activos biológicos, no corrientes	3.446.862	3.463.166	3.473.442	3.635.246	3.602.238
	Propiedad de inversión	92.820	143.125	62.218	59.026	56.556
	Activos por impuestos diferidos	179.145	188.037	236.679	248.611	228.006
<b>Activos no corrientes totales</b>		<b>13.605.375</b>	<b>14.459.310</b>	<b>15.883.851</b>	<b>16.484.778</b>	<b>16.354.389</b>
<b>Total Activos</b>		<b>19.449.798</b>	<b>20.094.878</b>	<b>22.010.409</b>	<b>22.368.310</b>	<b>22.852.511</b>

#### 4.5 Pasivos.

Patrimonio y Pasivos	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	30.06.2014
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
<b>Pasivos</b>					
Pasivos corrientes					
Otros pasivos financieros corrientes	903.737	694.628	1.282.670	1.249.933	1.505.797
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.079.290	1.306.496	1.690.929	1.788.930	1.750.171
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	12.426	11.924	14.565	22.270	39.678
Otras provisiones, corrientes	11.041	17.124	14.331	13.315	4.343
Pasivos por Impuestos corrientes	105.048	223.757	88.822	99.731	135.672
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	5.627	5.729	5.983	6.098	5.324
Otros pasivos no financieros corrientes	302.871	301.642	174.791	217.492	307.439
<b>Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta</b>	<b>2.420.040</b>	<b>2.561.300</b>	<b>3.272.091</b>	<b>3.397.769</b>	<b>3.748.424</b>
Pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	139.363	143.383	127.725	0	0
<b>Pasivos corrientes</b>	<b>2.559.403</b>	<b>2.704.683</b>	<b>3.399.816</b>	<b>3.397.769</b>	<b>3.748.424</b>
Pasivos no corrientes					
Otros pasivos financieros no corrientes	4.068.519	4.617.992	5.568.555	5.862.497	5.609.480
Pasivos no corrientes	949	896	1.001	1.304	932
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, no corriente	0	0	5.317	5.311	5.414
Otras provisiones, no corrientes	18.757	22.012	26.296	35.207	71.853
Pasivo por impuestos diferidos	1.787.123	1.664.095	1.944.243	1.987.683	1.996.071
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	70.704	72.497	86.497	82.295	82.034
Otros pasivos no financieros no corrientes	155.163	213.653	216.292	176.414	182.907
<b>Pasivos no corrientes totales</b>	<b>6.101.215</b>	<b>6.591.145</b>	<b>7.848.201</b>	<b>8.150.711</b>	<b>7.948.691</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>8.660.618</b>	<b>9.295.828</b>	<b>11.248.017</b>	<b>11.548.480</b>	<b>11.697.115</b>
<b>Patrimonio</b>					
Patrimonio					
Capital emitido	686.114	686.114	686.114	686.114	686.114
Ganancias (pérdidas) acumuladas	8.230.537	8.785.629	9.021.679	9.475.164	9.824.893
Primas de emisión	0	0	0	0	0
Acciones propias en cartera	0	0	0	0	0
Otras participaciones en el patrimonio	0	0	0	0	0
Otras reservas	807.006	341.347	208.700	-49.264	-63.199
<b>Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora</b>	<b>9.723.657</b>	<b>9.813.090</b>	<b>9.916.493</b>	<b>10.112.014</b>	<b>10.447.808</b>
Participaciones no controladoras	1.065.523	985.960	845.899	707.816	707.588
<b>Patrimonio total</b>	<b>10.789.180</b>	<b>10.799.050</b>	<b>10.762.392</b>	<b>10.819.830</b>	<b>11.155.396</b>
<b>Total de patrimonio y pasivos</b>	<b>19.449.798</b>	<b>20.094.878</b>	<b>22.010.409</b>	<b>22.368.310</b>	<b>22.852.511</b>

#### 4.6 Estado de Resultados.

	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	30.06.2014	30.12.2014
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Crecimiento		73,87%	7,83%	6,85%		-1,37%
Ingreso de Actividades Ordinarias	12.149.778	21.124.578	22.779.537	24.339.279	12.002.668	24.005.336
Costo de Ventas	9.800.751	18.297.232	20.219.680	21.137.086	10.343.331	20.686.662
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>2.349.027</b>	<b>2.827.346</b>	<b>2.559.857</b>	<b>3.202.193</b>	<b>1.659.337</b>	<b>3.318.674</b>
Ganancia que surgen de la baja en cuenta de activos financieros medidos al costo amortizado	0	0	0	0	0	0
Pérdidas que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos por funcion	382.918	503.008	444.607	435.625	161.588	323.176
Costos de Distribucion	(517.595)	(748.119)	(813.749)	(910.588)	(446.761)	(893.522)
Gastos de Administración	(685.676)	(976.085)	(1.088.565)	(1.175.384)	(567.986)	(1.135.972)
Otros Gastos por Funcion	(89.066)	(140.467)	(165.895)	(266.357)	(106.229)	(212.458)
Otras Ganancias / Perdidas	(10.853)	10.369	1.083	(3.126)	194.334	194.334
Ingresos Financieros	34.223	48.825	47.488	47.894	26.854	53.708
Costos Financieros	(242.430)	(303.571)	(381.892)	(363.229)	(163.390)	(326.780)
Participacion en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el metodo de la participacion	67.223	64.740	102.123	122.195	51.145	102.290
						0
Diferencias de cambio	(5.368)	(31.964)	(11.159)	(15.869)	(3.453)	(6.906)
Resultado por unidad de reajuste	(2.328)	(14.666)	(8.720)	(5.973)	(8.225)	(16.450)
Ganancias (pérdidas) que surgen de la diferencia entre el valor libro anterior y el valor justo de activos financieros reclasificados medidos a valor razonable	0	0	0	0		0
<b>Ganancia (Perdida) Antes de Impuestos</b>	<b>1.280.075</b>	<b>1.239.416</b>	<b>685.178</b>	<b>1.067.381</b>	<b>797.214</b>	<b>1.400.094</b>
Gasto por Impuesto a la Ganancia	(244.741)	(249.111)	(246.745)	(258.734)	(192.435)	(337.961)
<b>Ganancia (Perdida) Antes de Impuestos</b>	<b>1.035.334</b>	<b>990.305</b>	<b>438.433</b>	<b>808.647</b>	<b>604.779</b>	<b>1.062.133</b>
Ganancia (Perdida) procedente de las operaciones di	0	4.465	2.778	25.932	0	0
<b>Ganancia (Perdida) Antes de Impuestos</b>	<b>1.035.334</b>	<b>994.770</b>	<b>441.211</b>	<b>834.579</b>	<b>604.779</b>	<b>1.062.133</b>
Ganancia Perdida atribuible a propietarios de la contr	1.013.789	932.725	413.450	786.013	577.533	1.155.066
Ganancia Perdida atribuible a participaciones no cont	21.545	62.045	27.761	48.566	27.246	54.492
<b>Ganacia</b>	<b>1.035.334</b>	<b>994.770</b>	<b>441.211</b>	<b>834.579</b>	<b>604.779</b>	<b>1.209.558</b>
Ganancia por accion	0,7799254	0,7175614	0,318074	0,604693	0,444306	0,8886120