

Zurich Administradora General de Fondos S.A.
Informe de Operación entre Partes Relacionadas
Artículo 147 – Ley 18.046 de Sociedades Anónimas
30 de abril de 2019





EY Chile
Avda. Presidente Riesco 5435, piso 4, Santiago

Distribución restringida

30 de abril de 2019

Señores
Directores y Accionistas
Zurich Administradora General de Fondos S.A.
Apoquindo 5550, Las Condes
Santiago

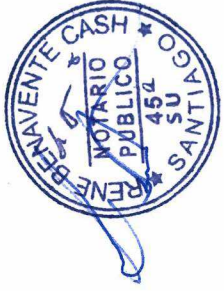
De acuerdo a nuestra carta de compromiso y a las conversaciones mantenidas oportunamente, tenemos el agrado de presentarle a Zurich Administradora General de Fondos S.A. (en adelante el "Cliente" o la "Compañía") nuestro informe de Operación entre Partes Relacionadas (en adelante "OPR") referente a la potencial fusión entre Zurich Administradora General de Fondos S.A. y Zurich Chile Asset Management Administradora General de Fondos S.A., así como sus potenciales efectos para el Cliente, en el contexto de una reorganización societaria.

Este Informe está destinado al uso exclusivo de Zurich Administradora General de Fondos S.A. No deben hacerse copias del presente reporte o distribuir el mismo sin nuestro expreso consentimiento.



Fernando Parga
EY Consulting SpA

Autorizo la firma del anverso de don Fernando Parga Ariztia, C.I.: 10.357.239-8,
en representación de EY CONSULTING SpA.- Santiago, 07 de Mayo de 2019.
DOY FE.



A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized 'R' followed by a horizontal line and a small loop.

Contenidos

Introducción	6
1. Contexto de nuestro trabajo	7
2. Objetivos y alcance del trabajo.....	8
Resumen ejecutivo	9
3. Resumen ejecutivo.....	10
Entendimiento de la fusión	11
4. Entendimiento de la fusión	12
Contexto macroeconómico y de la industria	14
5. Contexto macroeconómico y de la industria	15
6. Descripción de la industria	17
Descripción de las compañías	19
7. Zurich Administradora General de Fondos S.A.	20
8. Zurich Chile Asset Management Administradora General de Fondos S.A.	21
Estimación de valor justo de las sociedades	22
9. Metodología utilizada	23
Sinergias	26
10. Sinergias.....	27
Resultados de la valorización	28
11. Resultados de la valorización.....	29
Conclusiones	31
12. Conclusiones	32

Contenidos

Anexos	33
13. Anexo A: Limitaciones de nuestro trabajo.....	34
14. Anexo B: Tasa de descuento	35
15. Anexo C: Valorización por enfoque de ingresos	36
16. Anexo D: Valorización por enfoque de mercado	38

Abreviaciones

AAFM	Asociación Administradora de Fondos Mutuos
Administración	Administración de Zurich Administradora General de Fondos S.A.
Bu	Beta Desapalancado
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
CAPEX	Inversión en activo fijo
CLP	Pesos Chilenos
CMF	Comisión para el Mercado Financiero
D/P	Razón de endeudamiento. Estructura de capital
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EEFF	Estados Financieros
EV	Valor de la Empresa
EY Chile	EY Consulting SpA
Fecha de Valorización	31 de diciembre de 2018
Industria	Industria de las administradoras generales de fondos
MCLP	Miles de Pesos Chilenos
MMCLP	Millones de Pesos Chilenos
UF	Unidad de Fomento
WACC	Costo de Capital promedio ponderado
ZCH AGF	Zurich Chile Asset Management Administradora General de Fondos S.A.
Zurich AGF	Zurich Administradora General de Fondos S.A.

Introducción

1. Contexto de nuestro trabajo
2. Objetivos y alcance del trabajo

Contexto de nuestro trabajo

En noviembre de 2017, Grupo Zurich a través de Chilena Consolidada realizó una oferta vinculante por el 100% de los activos relacionados a Euroamerica Seguros de Vida y Euroamerica Administradora General de Fondos S.A. Esta transacción se hizo efectiva en noviembre de 2018, quedando Euroamerica Administradora General de Fondos S.A. como filial de Chilena Consolidada Seguros Generales S.A.

El 28 de noviembre de 2018 se realizó una junta extraordinaria de accionistas donde se acordó cambiar la razón social de Euroamerica Administradora General de Fondos S.A. a Zurich Chile Asset Management Administradora General de Fondos S.A.

Entendemos que se procederá a fusionar las operaciones de Zurich Administradora General de Fondos S.A. (en adelante "Zurich AGF") y Zurich Chile Asset Management Administradora General de Fondos S.A. (en adelante "ZCH AGF"), sujeto a la aprobación de las entidades regulatorias competentes y de los accionistas de las respectivas entidades.

EY Chile ha elaborado el presente informe de Operaciones entre Partes Relacionadas (en adelante, "Informe OPR"), referente a la potencial fusión entre Zurich AGF y ZCH AGF, con el objetivo de informar sobre los efectos de esta transacción.

Este informe se enmarca en el contexto de la Ley de Sociedad Anónimas, Título XVI: "De las Operaciones con Partes Relacionadas en las Sociedades Anónimas Abiertas y sus filiales". El artículo 147 de esta ley, señala que "Una sociedad anónima abierta sólo podrá celebrar operaciones con partes relacionadas cuando tengan objeto contribuir al interés social, y se ajusten al precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado...".

El presente informe considera como fecha de valorización el 31 de diciembre de 2018. En el caso de que la transacción no sea aprobada por los accionistas en la fecha estipulada, las cifras contenidas en este informe podrían no ser válidas debido a cambios en los supuestos del modelo, estimaciones y presupuestos futuros o condiciones generales del mercado.

Objetivos y alcance del trabajo

EY Chile llevó a cabo la elaboración de este Informe OPR, referido a una potencial fusión entre Zurich AGF y ZCH AGF.

De acuerdo a lo anterior, EY Chile elaboró el presente documento que incluye, entre otros, los siguientes contenidos:

- Descripción de las compañías y su industria.
- Antecedentes y descripción de la potencial fusión.
- Evaluación sobre si la operación aporta al interés social de Zurich AGF.
- Evaluación de las participaciones relativas de la fusión entre Zurich AGF y ZCH AGF.

Para evaluar si la fusión contribuye al interés social de Zurich AGF, se han analizado las potenciales sinergias conversadas con la Administración.

Para complementar el análisis relativo a las participaciones de cada sociedad en una eventual fusión, hemos estimado el valor justo de ambas compañías al 31 de diciembre de 2018.

Cabe destacar que todos nuestros análisis y procedimientos fueron efectuados con información provista por la Administración, así como reuniones de trabajo junto al Cliente.

Las conclusiones derivadas de los análisis efectuados en el presente informe representan exclusivamente la opinión de EY Chile respecto a la operación expuesta anteriormente, y por consecuencia, no deben ser consideradas una asesoría o recomendación de parte de EY Chile sobre las acciones futuras que debiera tomar la Compañía.

Las determinaciones adoptadas por directores o accionistas de Zurich Administradora General de Fondos S.A. son de su exclusiva responsabilidad, así como sus respectivos análisis de beneficios y costos en relación a la operación propuesta.

Resumen ejecutivo

1. Resumen ejecutivo

Resumen ejecutivo

Luego de analizar las sinergias asociados a una potencial fusión entre Zurich AGF y ZCH AGF desde una perspectiva operativa, y tomando en cuenta los factores cualitativos y cuantitativos analizados anteriormente, la fusión de ambas administradoras de fondos sería contributiva para Zurich AGF, explicado principalmente por una mayor productividad y eficiencia operativa.

Adicionalmente, de acuerdo con los antecedentes a la Fecha de Valorización provistos por la Administración, así como las estimaciones y metodologías aplicadas por EY Chile en base a dicha información, la estimación del valor justo del patrimonio económico de Zurich Administradora General de Fondos y Zurich Chile Asset Management Administradora General de Fondos y el detalle de su participación en la entidad fusionada, se detallan a continuación:

Estimación de valor del patrimonio económico

<i>Moneda: Miles de CLP</i>	Mínimo	Esperado	Máximo
Zurich AGF	11.256.110	11.518.000	11.823.778
ZCH AGF	24.598.004	25.385.546	26.302.780
Entidad fusionada	35.854.114	36.903.546	38.126.558
Participación Zurich AGF	31,39%	31,21%	31,01%
Participación ZCH AGF	68,61%	68,79%	68,99%

Fuente: Estimación EY

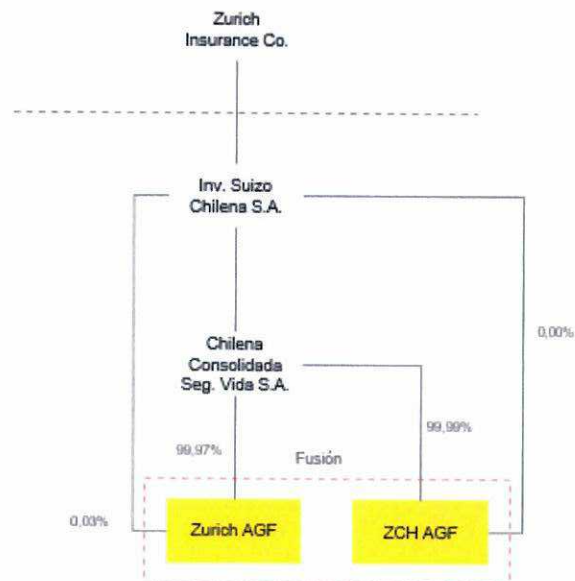
Con lo anterior, un porcentaje de participación razonable de Zurich AGF y ZCH AGF dentro de la entidad fusionada sería de 31,21% y 68,79% respectivamente.

Entendimiento de la fusión

1. Entendimiento de la fusión

Malla Societaria

Fuente: Información de la Administración.



Los términos de la fusión contemplan que ZCH AGF sea la entidad subsistente y Zurich AGF la entidad absorbida, siendo la primera quien adquiera la totalidad del patrimonio, derechos, obligaciones, activos y pasivos de Zurich AGF.

Marco regulatorio

De acuerdo al artículo 99 de la Ley de Sociedades Anónimas, una fusión consiste en la reunión de dos o más sociedades en una sola que las sucede en todos sus derechos y obligaciones, y a la cual se incorporan la totalidad del patrimonio y accionistas de los entes fusionados.

Según el mismo artículo, la fusión analizada en este informe es categorizada como “de incorporación”, donde una o más sociedades disueltas, son absorbidas por una sociedad ya existente, la que adquiere todos sus activos y pasivos.

Por otro lado, esta transacción cuenta con la particularidad de que ambas sociedades fusionadas pertenecen directa o indirectamente a una misma entidad controladora, por lo que el artículo 147 de la Ley de Sociedades Anónimas, el cual hace referencia a las operaciones entre partes relacionadas también forma parte del marco regulatorio de esta operación.

Contexto macroeconómico y de la industria

1. Contexto macroeconómico y de la industria
2. Descripción de la industria

Contexto macroeconómico en Chile

Tabla 1: Datos Macroeconómicos

	Primer Trimestre 2019
PIB en término reales	3,6%
Desempleo	7,0%
TPM	2,8%
Imacec	1,2%
Precio cobre (US/lb)	2,9
Precio del petróleo (US\$/barril, WTI)	63,6

Fuente: Banco Central

De acuerdo con el Informe de Política Monetaria (IPoM)¹ de marzo de 2019 del Banco Central de Chile, la actividad económica interna de Chile se recuperó tras la caída el tercer trimestre de 2018, ubicando la inflación anual en torno al 2,4%, y con un 2,6% proyectado para fines del 2019. Esto se explica por una mayor inversión y un nivel de actividad y demanda acorde al previsto.

En la Tabla 2 se presenta la variación del Producto Interno Bruto (PIB) con respecto al año anterior, de cada industria en los últimos 5 años. En esta se puede observar un crecimiento de la industria de Servicios Financieros en los últimos años.

Tabla 2: Variación del Producto Interno Bruto con respecto al periodo anterior (%)

	2014	2015	2016	2017	2018
Agropecuario-silvícola	12,7	14,5	13,1	-1,0	1,8
Pesca	58,8	-39,8	46,5	30,6	-10,2
Minería	7,1	-15,6	-0,2	27,6	8,0
Minería del cobre	9,5	-15,6	-3,5	31,3	8,1
Otras actividades mineras	-12,3	-15,0	31,8	0,4	6,7
Industria manufacturera	9,7	10,6	0,0	1,5	7,8
Alimentos	18,0	8,2	6,8	10,5	7,8
Textil, prendas de vestir, cuero y calzado	-4,0	-5,4	8,9	-3,4	-15,1
Celulosa, papel e imprentas	20,3	15,4	-7,3	9,2	38,8
Minerales no metálicos y metálica básica	-4,7	-1,8	2,0	-8,9	2,0
Productos metálicos, maquinaria y equipos y otros	-4,0	6,4	5,1	0,3	6,4
Electricidad, gas, agua y gestión de desechos	3,6	28,5	10,0	3,2	5,0
Construcción	4,6	11,5	9,8	1,4	7,1
Comercio	10,1	7,4	9,4	4,1	5,0
Restaurantes y hoteles	11,0	13,7	10,7	10,9	8,1
Transporte	7,3	23,1	4,9	-1,3	3,4
Comunicaciones y servicios de información	2,7	4,2	1,1	3,3	-4,8
Servicios financieros	0,9	7,7	4,8	6,3	8,9
Servicios empresariales	5,5	6,6	4,5	1,7	7,0
Servicios de vivienda e inmobiliarios	9,2	11,3	8,0	9,8	7,3
Servicios personales	7,8	9,1	11,1	7,1	9,2
PIB a costo de factores	7,7	7,2	6,4	6,2	6,3
Impuesto al valor agregado	8,4	9,6	4,6	7,4	4,8
Producto Interno Bruto	7,8	7,4	6,2	6,3	6,1

Fuente: Banco Central

¹ Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile, diciembre 2018.

Contexto macroeconómico en Chile

Gráfico 1: Demanda interna (MM CLP)

Fuente: Banco Central



Por su parte, el IPoM también menciona que la actividad de los sectores no mineros ha demostrado un mayor dinamismo en los últimos meses, con un mejor desempeño en los rubros relacionados con la inversión, como la construcción. En cuanto a la demanda interna, la Formación Bruta de Capital Fijo ha aumentado en los últimos meses, pero se mantiene como el componente más dinámico de esta. Por otra parte, la maquinaria y equipos es el agregado que mantiene el mayor avance, y el consumo privado cerró el 2018 con un crecimiento anual superior al de los años anteriores.

De acuerdo al IPoM publicado en diciembre de 2018, se estima que el crecimiento del PIB nominal se ubicará en un rango entre 4,0% y 4,5% para el año 2018, de manera que no hubo cambio en las proyecciones con respecto a las entregadas en el IPoM anterior. Se espera que el próximo año la economía crezca a nivel nominal entre 3,0%-4,0%, mientras que el año subsiguiente entre 2,8%-3,8%.

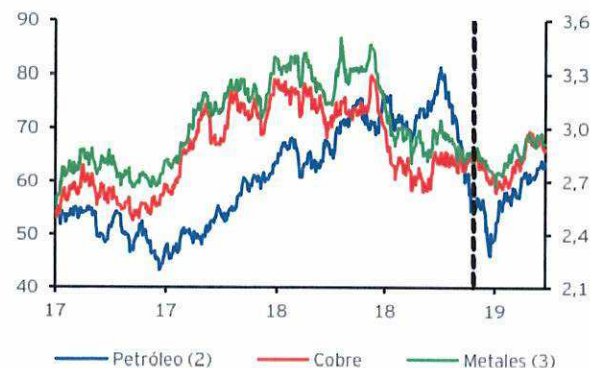
Además, el IPoM también explica que en el escenario externo hay un contexto de desaceleración económica, volatilidad financiera y menor inflación. En consecuencia, los principales bancos centrales del mundo cambiaron la orientación de su política monetaria, y comenzaron a comunicar una mayor disposición a continuar con la expansión de su política monetaria por más tiempo.

Finalmente, dentro de la caída de los precios de los metales, destaca un aumento de un 7% del precio del cobre respecto al IPoM de diciembre de 2018. Podemos observar estas variaciones y otras en el gráfico 2.

En el contexto local, el Banco Central de Chile decidió mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 2,75%; esto para continuar reduciendo el estímulo monetario y asegurar que las perspectivas de inflación se mantengan en torno al 3,0%.

Gráfico 2: Precio de materias primas

Fuente: Banco Central



Nota

1. El petróleo está en US\$/barril

2. El cobre está expresado en US\$/libra

3. Metales en índice prom. 17-18=3

Descripción de la industria

Gráfico 3: Distribución del patrimonio total administrado en fondos mutuos a diciembre 2018

Fuente: AAFM, información a diciembre 2018.

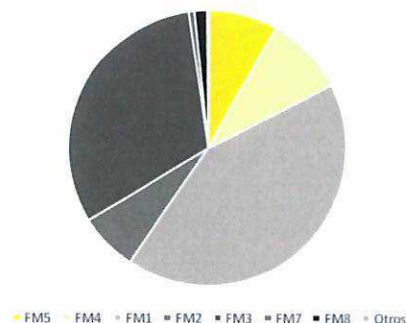
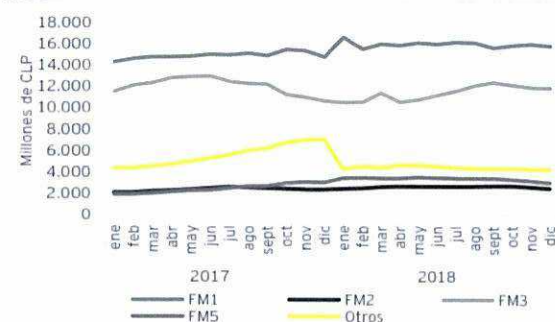


Gráfico 4: Patrimonio de fondos mutuos en los últimos 10 años



Fuente: Banco central de Chile.

Las sociedades Administradoras Generales de Fondos (AGF) se constituyen con el fin de administrar los siguientes productos financieros:

- Fondos Mutuos;
- Fondos de Inversión;
- Fondos de Inversión de Capital Extranjero;
- Fondos para la vivienda;
- Otros fondos que sean fiscalizados por la Comisión para el Mercado Financiero, en adelante CMF.

La administración de dichos fondos se hace por cuenta y riesgo de los aportantes o titulares de las cuotas.

A continuación, se muestra una breve descripción de las principales categorías de Fondos Mutuos y de Fondos de Inversión.

De acuerdo a la CMF, existen 8 tipos de Fondos Mutuos cuyas diferencias se encuentran en sus objetivos de inversión:

- Fondos Mutuos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo, con duración igual o menor a 90 días (FM1);
- Fondos Mutuos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo, con duración menor o igual a 365 días (FM2);
- Fondos Mutuos de inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo (FM3);
- Fondos Mutuos mixtos, de inversión en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo e instrumentos de capitalización (FM4);
- Fondos Mutuos de inversión en instrumentos de capitalización (FM5);
- Fondos Mutuos de libre inversión, que deben ser administrados según la normativa establecida por la CMF (FM6);
- Fondos Mutuos estructurados, que buscan la obtención de una rentabilidad previamente establecida (FM7); y
- Fondos Mutuos dirigidos a inversionistas calificados, que pueden definir libremente su política de inversión (FM8).

Como se puede observar en el primer gráfico, el patrimonio total administrado por las AGF al cierre del 2018 está concentrado en Fondos Mutuos que invierten en instrumentos de deuda de corto plazo y en Fondos Mutuos que invierten en instrumentos de deuda de mediano y corto plazo.

Descripción de la industria

Gráfico 5: Patrimonio total administrado y relación con PIB



Fuente: AAFM, Banco Central de Chile.

Tabla 3: Participación de Mercado de cada AGF en Chile por Patrimonio

	Patrimonio administrado a diciembre 2018 MM CLP	Participación de Mercado a diciembre 2018
Banchile	7.934.285	21,08%
Santander Asset Management	5.812.859	15,44%
Bci Asset Management	4.904.660	13,03%
BancoEstado	2.849.756	7,57%
Larrain Vial Asset Management	2.521.769	6,70%
Security	2.496.079	6,63%
BICE Inversiones	1.866.693	4,96%
Itaú Chile	1.798.898	4,78%
Sura	1.475.218	3,92%
Principal	1.438.685	3,82%
Scotia	1.147.103	3,05%
BBVA Asset Management	1.112.575	2,96%
BTG Pactual Chile	1.001.653	2,66%
EuroAmerica	566.897	1,51%
Credicorp Capital Asset Management	355.381	0,94%
Zurich	213.183	0,57%
Compass Gropu Chile	94.659	0,25%
AGF no asociadas (1)	47.527	0,13%
Total Patrimonio Administrado	37.637.880	100%

Fuente: AAFM

Por otra parte, según la CMF, los fondos de inversión invierten en portafolios diversificados de distintos instrumentos de todo tipo en la medida que sea acorde a lo dispuesto en la ley. Estos varían según el fondo y política de inversión.

Con respecto al patrimonio total administrado por las AGF que operan en el mercado chileno, cabe mencionar que ha experimentado crecimientos importantes en los últimos años, con excepción de los años 2007 y 2008, donde se vio afectado por la crisis financiera global del periodo. El patrimonio total administrado por la industria pasó de 9.478 millones de pesos en el 2006 a 37.637 millones de pesos a diciembre de 2018, y el crecimiento anual compuesto (CAGR) de los últimos 10 años de la industria ha sido 13,0%. En el mismo periodo, el total del patrimonio administrado por la totalidad de las AGF ha representado en promedio un 15,0% del PIB. En el 2016 representó un 19,0% del PIB.

En la tabla 3 se muestran las principales AGF que operan en el mercado chileno y la participación de mercado promedio por patrimonio en el año 2018. Las tres principales AGF en el mercado chileno son Banchile, Santander Asset Management y BCI, que en conjunto administran el 49,5% del patrimonio total administrado por las AGF.

En el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del segundo semestre de 2018 del Banco Central se explica que producto del alto patrimonio administrado por los Fondos Mutuos de renta fija, ha aumentado el potencial efecto de una liquidación masiva de sus portafolios ante un alza abrupta de tasas largas. Además, manifiestan que en consecuencia al bajo y estable nivel de las tasas de interés de largo plazo, se ha observado un impulso en el crecimiento de los fondos de deuda de mediano y largo plazo (FM3) desde el IEF anterior. Así, un aumento abrupto de la tasa de largo plazo local podría afectar el tamaño de FM3 y eventualmente amplificar movimientos al alza de las tasas largas.

Descripción de las compañías

1. Zurich Administradora General de Fondos S.A.
2. Zurich Chile Asset Management Administradora General de Fondos S.A.

Zurich Administradora General de Fondos S.A.

Gráfico 6: Participación de Mercado por patrimonio



Fuente: Información proporcionada por el cliente

Zurich AGF es la Administradora General de Fondos de Chilena Consolidada, y se dedica a la administración de Fondos Mutuos, Fondos de Inverisón, Fondos de Inversión de capital extranjero, Fondos para la vivienda, y cualquier otro fondo cuya fiscalización sea facultada a la CMF. Grupo Zurich llega a Chile el año 1991 como Grupo Zurich Insurance Co., y consolida su actividad en el país con la adquisición de la Compañía de Seguros de Vida La Chilena Consolidada. Hacia el 2005 nace Zurich AGF con el fin de complementar el negocio de seguros mediante la administración de riesgos patrimoniales y de vida, ofreciendo servicios de gestión de ahorro e inversión a sus clientes.

Finalmente, cabe destacar que al 31 de diciembre de 2018 los accionistas de Zurich AGF son Chilena Consolidada Seguros de Vida S.A., con una participación del 99,97%, e Inversiones Suizo Chiena S.A., con una participación del 0,03%

Al cierre del año 2018, Zurich AGF administra 16 Fondos Mutuos.

El promedio de patrimonio administrado por día al cierre del 2018 es de 213.183 millones de CLP, de los cuales el 100% corresponde a Fondos Mutuos.

En el gráfico 6 se puede ver que la participación de mercado por patrimonio pasó de un 0,67% en diciembre de 2013 a un 0,57% en diciembre de 2018.

Zurich Chile Asset Management Administradora General de Fondos S.A.

Gráfico 7: Participación de Mercado por patrimonio



Fuente: información proporcionada por el cliente

ZCH AGF es la sociedad Administradora General de Fondos de Chilena Consolidada Seguros Generales S.A. y se dedica a la administración de Fondos Mutuos, Fondos de Inversión, Fondos de inversión de capital extranjero, Fondos para la vivienda, y cualquier fondo cuya fiscalización sea facultada a la CMF. ZCH AGF ingresa al mercado el 2002, creada como “EuroAmerica Administradora General de Fondos S.A.” bajo la línea de la aseguradora “Compañía de Seguros Sobre la Vida La Sudamérica”. El 2003 la AGF adquiere Lemon Financial y crean EuroAmerica Corredores de Bolsa S.A., y el 2005 adquiere la totalidad de la cartera de seguros de vida del grupo holandés ABN AMRO Seguros de Vida S.A. Además, el 2006 con el fin de agrupar todas las empresas EuroAmerica bajo un mismo concepto, crean EuroAmerica Mundo Financiero, y el 2008 se consolida la integración.

El 20 de abril de 2018 la AGF le informó a la CMF que su accionista controlador llegó a un acuerdo con grupo Zurich para transferir el 100% de la propiedad de la sociedad. En noviembre del mismo año se materializa la compraventa por 18.400 millones de pesos y ZCH AGF pasa a ser controlada por Chilena Consolidada Seguros de Vida S.A., con una participación del 99,9996%, e Inversiones Suizo Chilena S.A. con un 0,0004%. Finalmente, el 2019 EuroAmerica AGF cambia de razón social a Zurich Chile Asset Management Administradora General de Fondos S.A.

El patrimonio promedio al cierre del 2018 es de 566.897 millones de CLP, de los cuales aproximadamente un 90,0% corresponde a Fondos Mutuos y un 10,0% a administración de carteras.

En el gráfico 7 se puede ver que la participación de mercado por patrimonio pasó de un 1,55% en diciembre de 2013 a un 1,51% en diciembre de 2018.

Estimación de valor justo de las sociedades

1. Metodología utilizada

Metodología utilizada



Enfoques de valorización

Al valorizar el patrimonio de los accionistas en una compañía, se pueden emplear tres enfoques distintos para estimar el valor de mercado: (i) Enfoque de Ingresos, (ii) Enfoque de Mercado, y (iii) Enfoque de Costos. Si bien, cada uno de estos enfoques es considerado inicialmente en la valorización del patrimonio de los accionistas, la naturaleza y las características de la compañía son los que finalmente indicarán cuál(es) enfoque(s) es (son) aplicable(s).

Enfoque de Ingresos

El Enfoque de Ingresos se basa en el supuesto de que el valor de un negocio se determina según su habilidad de generar ingresos. Una metodología ampliamente utilizada bajo este enfoque es la metodología del Flujo de Caja Descontado (DCF), la cual calcula el valor de un negocio descontando sus flujos futuros. Los flujos de caja representan los pagos esperados al proveedor de capital.

La metodología DCF provee de un procedimiento directo e indirecto para calcular el valor del patrimonio.

- El procedimiento indirecto utiliza flujos de caja para calcular el Valor de la Empresa (EV), los cuales se descuentan a la tasa de Costo de Capital (WACC). El valor del patrimonio se calcula como la diferencia entre el valor de la empresa y el valor de mercado de la deuda neta.
- El procedimiento directo calcula el valor de mercado del patrimonio a través de los flujos de caja descontados, netos del costo de la deuda, usando el costo de capital del patrimonio, lo cual refleja tanto el riesgo operacional del negocio, como el riesgo financiero que emana de la estructura de financiamiento.
- Independiente del método usado, el procedimiento de DCF individual resulta en los mismos valores, siempre que se utilicen supuestos consistentes.

Enfoque de Mercado

El Enfoque de Mercado se basa en estadísticas actuales de precios para negocios o activos que se pueden considerar razonablemente similares al negocio o activo que está siendo analizado. La metodología clave usada bajo el Enfoque de Mercado es la metodología de las ganancias capitalizadas, la cual considera la capitalización de las ganancias futuras de una empresa ante un múltiplo de capitalización apropiado, el cual refleja la tasa de retorno requerida por el comprador, los riesgos inherentes del negocio, las posibilidades futuras de crecimiento y las oportunidades alternativas de inversión.

Metodología utilizada

Al considerar cuál es la tasa de capitalización apropiada a utilizar, generalmente se adoptan dos enfoques. Un enfoque corresponde a establecer los múltiplos de transacciones que involucran la adquisición de compañías enteras, que puedan ser consideradas similares al negocio analizado. Se realizan ajustes a los múltiplos aplicados para compensar por diferencias entre los negocios razonablemente similares y el negocio analizado. El segundo enfoque corresponde a calcular los múltiplos de ganancias que los inversionistas están pagando por participaciones minoritarias en el mercado abierto.

La distinción clave entre los dos enfoques es que los precios pagados por la adquisición de la compañía completa (y por lo tanto, sus múltiplos) generalmente incluyen un premio por control, y representan una combinación de varios factores involucrados en una transacción particular, tales como factores económicos, el número de compradores que compiten por un negocio, el atractivo estratégico de un negocio, beneficios de racionalización y sinergia disponible para los compradores, el marco estructural y regulatorio del momento, y las condiciones generales de la inversión y del mercado de acciones.

Enfoque de Costos

El Enfoque de Costos se basa en el principio de sustitución y reconoce que un inversionista prudente pagará por un negocio no más de lo que le costaría reponerlo con una unidad equivalente a su utilidad.

El Método de Activos Netos Ajustados representa una metodología empleada en el Enfoque de Costos. En este método, se realiza un análisis de valorización de los activos fijos, financieros u otros, de una empresa. Al valor agregado obtenido para estos activos es luego se le resta el valor estimado de todas las deudas existentes y potenciales, resultando en una indicación del valor del patrimonio de los accionistas. Un negocio que opera en un *"going concern basis"* típicamente vale más que el valor justo de mercado de sus activos subyacentes, debido a varios factores:

- Los activos valorizados independientemente podrían no reflejar el valor económico que los flujos de caja futuros esperados podrían generar.
- Este enfoque puede que no refleje totalmente las sinergias entre los activos, sino más bien sus valores independientes.

Los activos intangibles inherentes al negocio, tales como reputación, administración superior, procedimientos o sistemas propietarios, u oportunidades superiores de crecimiento, son muy difíciles de medir independientemente de los flujos de caja que generan.

Metodología utilizada



Enfoque de Valorización Seleccionado

Cada uno de los enfoques descritos anteriormente puede ser usado para obtener una indicación del valor de un negocio o empresa. Sin embargo, el uso apropiado de estos varía según el tipo de negocio que se está evaluando. Para negocios como los de Zurich AGF y ZCH AGF, el Enfoques de Ingresos y el Enfoque de Mercado entregan el valor más confiable, debido a que el valor de tales firmas depende más de su habilidad para generar ganancias que del valor de los activos utilizados.

En este caso, aplicamos las metodologías de Flujos de Caja Descontados (Enfoque de Ingresos) y la metodología de múltiplos de mercado (Enfoque de mercado) para estimar el valor de ambas administradoras de fondos.

Sinergias

1. Sinergias

Sinergias

Sinergias Identificadas

En el contexto de la potencial fusión, la motivación para crear una operación conjunta está impulsada por generar economías de escalas internamente y mostrarse al mercado como una administradora de fondos con mayor volumen de clientes y patrimonio administrado, lo que podría favorecer el posicionamiento en el mercado de la nueva entidad fusionada. En adición a los motivos comerciales, también se podrían generar sinergias y ahorros operacionales.

De acuerdo a lo indicado por la Administración, las principales sinergias de la fusión entre Zurich AGF y ZCH AGF son las siguientes:

1. Sinergias Operativas:

a. *Servicios de Información:*

En la estructura actual, ambas empresas utilizan el mismo proveedor de servicios tecnológicos y de información externo para obtener información de mercado, valorizaciones de instrumentos financieros, estudios, análisis de compañías e instrumentos entre otras funcionalidades. De acuerdo a discusiones con la Administración, la fusión de las AGF podría permitir la reducción de las suscripciones de algunos de los servicios ofrecidos por este sistema, lo que facilitaría la automatización de diversos procesos.

b. *Mejores Prácticas:*

De acuerdo a lo conversado con la Administración, se rescataron las mejores prácticas de cada empresa para maximizar la productividad y eficiencia operativa tras un análisis de los procesos. Estas prácticas se aplicarán en distintas dimensiones de la empresa, ya sea en la atención a clientes, procesos de *back-office* o procesos de *front-office*.

c. *Base de Clientes:*

En base a las conversaciones con la Administración, la fusión permitirá aumentar el patrimonio administrado y con ello podría aumentar la participación de mercado de la empresa.

2. Sinergias Administrativas:

a. *Arriendo de Oficinas:*

La fusión podría generar ahorros en arriendos de oficinas, dada una menor necesidad de espacio físico.

Resultados de la valorización

1. Resultados de la valorización

Resultados de la valorización

En base a la información provista por el Cliente y las metodologías seleccionadas, se han estimado los siguientes rangos de valor económico del patrimonio de Zurich AGF y ZCH AGF al 31 de diciembre de 2018.

Enfoque de ingresos

Para la aplicación del enfoque de ingresos, se proyectaron flujos de caja durante diez años, sumados a un valor terminal calculado como una perpetuidad con un 3,0% nominal de crecimiento de largo plazo (detalle en anexo C), descontados a una tasa de descuento de 15,3% nominal en pesos (detalle en anexo B). Con lo anterior, el rango de valor del patrimonio económico para ambas administradoras de fondos son los siguientes:

Resultados Enfoque de Ingresos

<i>Moneda: Miles de CLP</i>	Unidad	Mínimo	Esperado	Máximo
Zurich AGF	CLP '000	11.420.226	11.944.006	12.555.561
ZCH AGF	CLP '000	27.248.851	28.823.935	30.658.403

Fuente: Estimación EY.

Enfoque de mercado (detalle en anexo D)

Para aplicar el enfoque de mercado, se generó una muestra de compañías comparables, de las cuales se obtuvo un múltiplo EV/Ventas y EV/EBITDA para ser aplicados a Zurich AGF y ZCH AGF, y así obtener un rango de valoración. El rango de valor del patrimonio económico para ambas compañías se muestra a continuación:

Resultados Enfoque de Mercado

<i>Moneda: Miles de CLP</i>	Unidad	Mínimo	Esperado	Máximo
Zurich AGF	CLP '000	11.091.994	11.091.994	11.091.994
ZCH AGF	CLP '000	21.947.157	21.947.157	21.947.157

Fuente: Estimación EY.

Resultados de la valorización

En el contexto de la fusión de Zurich AGF con ZCH AGF la Administración nos ha confirmado que no hay cambios materiales entre los EEEF auditados al 31 de diciembre de 2018 y los EEEF a la fecha de la fusión. Los resultados se presentan a continuación:

Resultados de valorización – Zurich AGF

<i>Moneda: Miles de CLP</i>	<i>Ponderación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Esperado</i>	<i>Máximo</i>
Enfoque de Ingresos	50%	11.420.226	11.944.006	12.555.561
Enfoque de Mercado	50%	11.091.994	11.091.994	11.091.994
Patrimonio Económico		11.256.110	11.518.000	11.823.778

Fuente: Estimación EY.

Resultados de valorización – ZCH AGF

<i>Moneda: Miles de CLP</i>	<i>Ponderación</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Esperado</i>	<i>Máximo</i>
Enfoque de Ingresos	50%	27.248.851	28.823.935	30.658.403
Enfoque de Mercado	50%	21.947.157	21.947.157	21.947.157
Patrimonio Económico		24.598.004	25.385.546	26.302.780

Fuente: Estimación EY.

Conclusiones

1. Conclusiones

Conclusiones

Luego de analizar las sinergias asociados a una potencial fusión entre Zurich AGF y ZCH AGF desde una perspectiva operativa, y tomando en cuenta los factores cualitativos y cuantitativos analizados anteriormente, la fusión de ambas administradoras de fondos sería contributiva para Zurich AGF, explicado principalmente por una mayor productividad y eficiencia operativa.

Adicionalmente, de acuerdo con los antecedentes y ajustes posteriores a la Fecha de Valorización provistos por la Administración, así como las estimaciones y metodologías aplicadas por EY Chile en base a dicha información, la estimación del valor justo del patrimonio económico de Zurich Administradora General de Fondos y Zurich Chile Asset Management Administradora General de Fondos y el detalle de su participación en la entidad fusionada, se detallan a continuación:

Estimación de valor del patrimonio económico

<i>Moneda: Miles de CLP</i>	Mínimo	Esperado	Máximo
Zurich AGF	11.256.110	11.518.000	11.823.778
ZCH AGF	24.598.004	25.385.546	26.302.780
Entidad fusionada	35.854.114	36.903.546	38.126.557
Participación Zurich AGF	31,39%	31,21%	31,01%
Participación ZCH AGF	68,61%	68,79%	68,99%

Fuente: Estimación EY

Con lo anterior, un porcentaje de participación razonable de Zurich AGF y ZCH AGF dentro de la entidad fusionada sería de 31,21% y 68,79%, respectivamente.

Anexos

1. Anexo A: Limitaciones de nuestro trabajo
2. Anexo B: Tasa de descuento
3. Anexo C: Valorización por enfoque de ingresos
4. Anexo D: Valorización por enfoque de mercado

Limitaciones de nuestro trabajo

Limitaciones generales a nuestro trabajo:

- Nuestro trabajo se ha realizado sobre la base de información proporcionada por Zurich Administradora General de Fondos S.A. y valores de mercado.
- No hemos realizado auditoría alguna, ni revisión o recopilación de la información financiera histórica o proyectada incluida en este Informe. Del mismo modo, tampoco expresamos una opinión ni damos certeza con respecto a dicha información.
- Este Informe no constituye un asesoramiento para inversiones ni un asesoramiento legal. Este Informe no tiene por objetivo su uso para evitar las sanciones que pudieran resultar aplicables conforme a las leyes impositivas estatales o locales aplicables y ni usted o un responsable del impuesto podrán utilizarlo con ese fin.
- No investigamos el título de propiedad de la empresa o de los activos objeto del presente Informe. Nos hemos basado en manifestaciones de quienes dicen ser el o los propietarios o administradores de la empresa o activos y hemos asumido que (i) el título es válido y comercializable, (ii) la empresa y los activos están libres de embargos y gravámenes, (iii) cumplen con todas las leyes y reglamentaciones federales, estatales y locales (incluidas, a título enunciativo, aquellas relacionadas con el uso de la propiedad, el medio ambiente, la zonificación y otros requisitos similares) y (iv) que todas las licencias, certificados de ocupación, autorizaciones y permisos legislativos o administrativos emanados de autoridades federales, estatales o locales u organismos gubernamentales, entidades u organizaciones privadas requeridos para cualquier uso de la propiedad relacionado de cualquier modo con este Informe o con los servicios subyacentes, fueron obtenidos o pueden obtenerse o renovarse. No asumimos responsabilidad alguna por la descripción legal de las propiedades.
- Se nos suministró información oralmente y por escrito, así como datos en formato electrónico, relacionados con la empresa o con los activos que analizamos. No guardamos registro alguno de la información obtenida verbalmente y no asumimos responsabilidad por ello. Nos hemos basado en esa información para confeccionar este Informe y no asumimos responsabilidad alguna de verificar de manera independiente su exactitud e integridad. No asumimos responsabilidad alguna por la integridad o la exactitud de la información suministrada por otros, incluida su gerencia.
- No hemos realizado un dictamen acerca de si hubo violaciones o abuso a las leyes, o reglamentaciones en materia de fraude u otras leyes. No asumimos responsabilidad alguna de prestar asesoramiento legal y le recomendamos que consulte los aspectos legales con su asesor en la materia.

Cálculo de tasa de descuento

Costo del patrimonio	
Beta desapalancado (a)	1,25
D/E	1,0%
Tasa de impuestos	27,0%
Beta desapalancado	1,26
Tasa libre de riesgo (b)	4,3%
Premio por tamaño (c)	3,5%
Premio por riesgo de mercado (d)	6,0%
Costo del patrimonio	15,4%

(a) 5 años, mensual.

(b) BCP a 10 años a diciembre de 2018. Banco Central de Chile

(c) Duff & Phelps "Valuation Handbook 2018".

(d) Estimación EY.

Cost of Debt	
Tasa libre de riesgo	4,3%
Spread	3,0%
Costo de la deuda antes de impuestos	7,3%
Tasa de impuestos	27,0%
Costo de la deuda después de impuestos	5,4%

Costo de capital promedio ponderado (WACC)			
Patrimonio	99%	15,4%	15,2%
Deuda	1%	5,4%	0,1%
WACC - Nominal			15,3%

Proyección de flujos de caja – Zurich Administradora General de Fondos S.A.

Proyección Flujos de Caja

Valuation - FCFF	Unidad	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
+ EBIT	CLP '000	952.680	1.054.495	1.162.074	1.285.490	1.415.677	1.555.338	1.707.130	1.873.473	2.054.513	2.251.544
- Impuestos Teóricos	CLP '000	(257.224)	(284.714)	(313.760)	(347.082)	(382.233)	(419.941)	(460.925)	(505.838)	(554.719)	(607.917)
= NOPLAT	CLP '000	695.456	769.781	848.314	938.408	1.033.444	1.135.396	1.246.205	1.367.635	1.499.795	1.643.627
+ Depreciación & Amortización	CLP '000	8.476	9.889	11.537	6.997	6.150	7.175	8.370	8.353	8.097	7.523
- Capex	CLP '000	(8.476)	(9.889)	(11.537)	(6.997)	(6.150)	(7.175)	(8.370)	(8.353)	(8.097)	(7.523)
+/- ΔNWC	CLP '000	(285.593)	(23.408)	(24.776)	(26.889)	(29.177)	(31.656)	(34.341)	(37.251)	(40.402)	(43.816)
= FCFF	CLP '000	409.863	746.373	823.538	911.519	1.004.267	1.103.741	1.211.863	1.330.385	1.459.393	1.599.812
Valor presente Flujos explícitos	CLP '000										4.942.127
+ Perpetuidad	CLP '000										3.543.780
Valor presente de los activos	CLP '000										8.485.907

Fuente: Estimación EY

Proyección de flujos de caja - Zurich Chile Asset Management Administradora General de Fondos S.A.

Proyección Flujos de Caja

Valuation - FCFF	Unidad	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
+ EBIT	CLP '000	3.033.050	3.347.378	3.684.238	4.014.974	4.395.673	4.806.269	5.246.555	5.729.172	6.251.474	6.817.493
- Impuestos Teóricos	CLP '000	(818.924)	(903.792)	(994.744)	(1.084.043)	(1.186.832)	(1.297.693)	(1.416.570)	(1.546.876)	(1.687.898)	(1.840.723)
= NOPLAT	CLP '000	2.214.127	2.443.586	2.689.494	2.930.931	3.208.842	3.508.577	3.829.985	4.182.295	4.563.576	4.976.770
+ Depreciación & Amortización	CLP '000	78.115	65.258	47.465	63.233	58.767	56.623	59.697	58.266	58.129	58.675
- Capex	CLP '000	(78.115)	(65.258)	(47.465)	(63.233)	(58.767)	(56.623)	(59.697)	(58.266)	(58.129)	(58.675)
+/- ΔNWC	CLP '000	(528.255)	(30.444)	(32.217)	(35.027)	(38.073)	(41.374)	(44.953)	(48.832)	(53.035)	(57.591)
= FCFF	CLP '000	1.685.872	2.413.142	2.657.277	2.895.904	3.170.769	3.467.202	3.785.032	4.133.464	4.510.541	4.919.179
VP Flujos explícitos											15.954.932
+ Perpetuidad											10.791.654
Valor de los activos											26.746.586

Fuente: Estimación EY

Resumen múltiplos utilizados en la valorización

ZCH AGF

Moneda: Miles de CLP	Múltiplo	VP de los Activos	Ex. Caja - Deuda	Patrimonio Económico
EV / EBITDA	7,2x	20.662.314	2.077.348	22.739.662
EV / Ventas	2,0x	19.077.303	2.077.348	21.154.652

Fuente: Estimación EY.

Zurich AGF

Moneda: Miles de CLP	Múltiplo	VP de los Activos	Ex. Caja - Deuda	Patrimonio Económico
EV / EBITDA	7,2x	6.284.043	3.458.099	9.742.142
EV / Ventas	2,0x	8.983.747	3.458.099	12.441.847

Fuente: Estimación EY.

EY | Assurance | Tax | Transactions | Advisory

About EY

EY is a global leader in assurance, tax, transaction and advisory services. The insights and quality services we deliver help build trust and confidence in the capital markets and in economies the world over. We develop outstanding leaders who team to deliver on our promises to all of our stakeholders. In so doing, we play a critical role in building a better working world for our people, for our clients and for our communities.

EY refers to the global organization, and may refer to one or more, of the member firms of Ernst & Young Global Limited, each of which is a separate legal entity. Ernst & Young Global Limited, a UK company limited by guarantee, does not provide services to clients. For more information about our organization, please visit [ey.com](https://www.ey.com).

Ernst & Young LLP is a client-serving member firm of Ernst & Young Global Limited operating in the US.

© 2019 Ernst & Young LLP.
All Rights Reserved.