



VALORACIÓN COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A. Mediante Método De Múltiplos

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

**Alumno: Juan Ignacio Soto Castillo
Profesor Guía: Marcelo González Araya
Guisela Gallardo**

Santiago, Agosto de 2014

Agradecimientos

A mis padres, todo lo que tengo y soy se los debo a ustedes. Por su incondicionalidad, GRACIAS.

A Jessica por su gran apoyo y cariño a lo largo de los años y en especial en esta etapa.

A nuestros guías, Marcelo Gonzales y Guisela Gallardo, por su dedicación y disposición para con nosotros.

Tabla de Contenido

Resumen Ejecutivo	06
I) Introducción	07
II) Metodología: Múltiplos	08
III) Descripción de la Empresa e Industria	11
1) Descripción de la Empresa	11
2) Descripción de la Industria	17
IV) Descripción del financiamiento de la Empresa	21
1) Financiamiento vía Bonos	21
2) Financiamiento vía Patrimonio	22
V) Estimación de la estructura de capital de la empresa	23
1) Deuda financiera de la empresa	23
2) Patrimonio Económico de la empresa	23
3) Estructura de capital	24
VI) Estimación del costo de capital y patrimonial de le empresa	25
1) Costo del patrimonio	25
a) Costo de la deuda	26
b) Beta de la deuda	26
c) Calculo del Beta Patrimonial	27
2) Costo del Capital	29
VII) Análisis operacional del negocio e industria	30
1) Ventas	30
2) Márgenes	32
3) EBITDA	32
4) Fortalezas y factores de riesgo	33
a) Fortalezas	33
b) Factores de riesgo	34
VIII) Valoración por múltiplos	35
1) Selección de empresas comparables	35
2) Aplicación de Múltiplos	36

a) Múltiplos para Andina	37
b) Múltiplos para Embonor	38
c) Múltiplos para Ambev	39
3) Múltiplos para la industria	40
4) Aplicación de múltiplos y Valoración de CCU	40
IX) Conclusiones	42
X) Bibliografía	43
XI) Anexos	44

RESUMEN EJECUTIVO

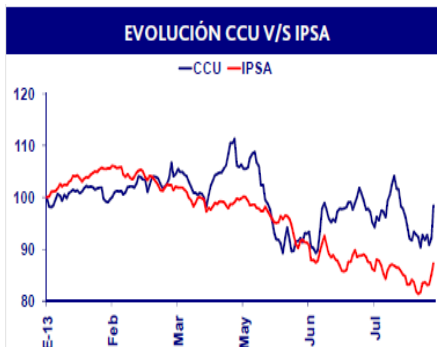
CCU

Precio Actual: \$6.707
 Rango de Valoración: \$6.327 - \$7.708
 Upside potencial: 15%

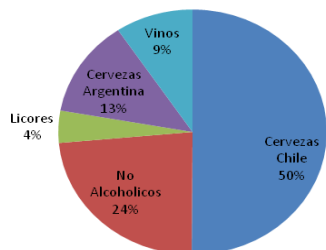
VALORIZACIÓN CCU (UF)	
FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS AL 30.09.13	102.868.278
+ Inversiones Contabilizadas por el método de la Participación.	755.787
+ Activos Prescindibles	19.146
= VALOR ECONOMICO DE LOS ACTIVOS	103.643.212
- Deuda Financiera	- 11.741.956
- Interés Minoritario.	- 4.213.697
= VALOR ECONOMICO DEL PATRIMONIO	87.687.559
/ N° Acciones	320.006.296
= Precio Acción UF	0,274
Valor UF al 30.09.2013	\$ 23.091,03
= Precio Acción \$	\$ 6.327,36

INFORMACION DE LA COMPAÑÍA

Fecha de Análisis: 30 de Septiembre de 2013
 Sector: Bebidas & Alimentos
 Ticker: CCU CL Equity
 N° Acciones: 341.876.612
 Capitalización de Mercado: MM\$ 2.292.795
 Acciones / ADR: Si



Distribución del EBITDA



El presente informe tiene como objetivo desarrollar de manera práctica una estimación del valor económico de la Compañía Cervecerías Unidas S.A, empresa chilena que participa y mantiene una participación relevante en las industrias de bebidas y alimentos y cuya acción se transa actualmente en la Bolsa Local representando el 2,28% del IPSA.

La valorización contempla un análisis detallado de la empresa en relación a la industria en la que participa, situación financiera, estado operacional del negocio y proyección de ingresos basados en las perspectivas económicas para sus mercados principales.

Utilizando el método de Múltiplos, se valorizará la empresa, la cual, asumiendo que el valor de un activo es derivado del precio de otro activo comparable, permite utilizar las principales razones financieras de sus competidos en la estimación. Para este análisis se consideraron 3 empresas de referencia, las cuales compiten de manera directa en algunos de los segmentos donde CCU participa, ellas son Andina y EMBONOR, presentes en el negocio de gaseosas, jugos, y aguas e INBEV, empresa con base en Bélgica, presente en el negocio de cervezas a nivel global, y con presencia regional a través de AMBEV, la cual compete con CCU con marcas como Corona, Stella y Budweiser.

Los resultados obtenidos en el estudio arrojan un rango de valoración entre los \$6.327 y \$7.708 con un *upside* potencial de 15% sobre su precio al 30 de septiembre de 2013.

I. Introducción

A lo largo del desarrollo de la disciplina financiera, la literatura ha propuesto diferentes metodologías para valorizar empresas y acciones, entre ellos destaca el método de Flujo de Caja Descontado (FCD), Valor Presente Ajustado (VPA), Dividendos Descontados, Comparables (o Múltiplos) y Opciones reales. Cada uno cuenta con sus propias ventajas, dificultades y según su uso, se adecúan a las diferentes necesidades del analista.

En este sentido, los modelos de FCD y VPA asumen el valor de la empresa como el valor presente de los flujos futuros de la empresa (los cuales deben ser proyectados en base a supuestos razonables), el método de Dividendos descontados, aun cuando ofrece facilidad en su cálculo, representa un valor mínimo de referencia para el patrimonio; el método de Comparables por su parte, ofrece rapidez y simplicidad en el análisis, característica de gran valor para analistas que deben tomar decisiones de inversiones con pocos recursos de tiempo.¹

La Valoración de empresas consiste en aplicar sentido común a la información de la que se dispone y no solo en la aplicación de una fórmula matemática. Se basa más en la racionalidad de interpretación de los resultados obtenidos que en la obtención de un valor específico para el precio de una acción. Esto no hace esta disciplina algo subjetivo, en efecto, todas las metodologías tienen sustento teórico y metodológico basado en la información disponible.

¹ "Carlos Maqueira: "FINANZANZAS CORPORATIVAS TEORIA Y PRACTICA" – Editorial Andrés Bello - 2009

II. Metodología:Múltiplos

Bajo esta metodología el valor de un activo es derivado del precio de otro activo comparable, usando variables comunes tales como, Utilidades, Ventas o Valores Libro. En la utilización de este método, el supuesto base consiste en que otras empresas de la industria son comparables a aquella que es sujeta de análisis y que el mercado, en promedio, valoriza a estas empresas de manera correcta integrando en el precio de cada empresa toda la información disponible.

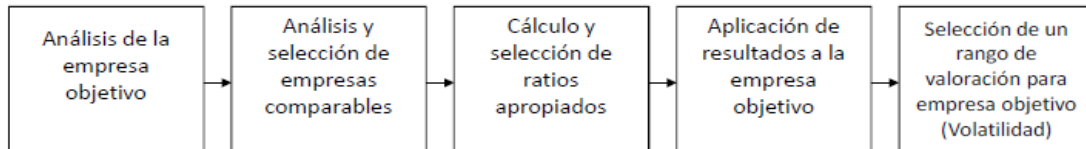
La ventaja de la Valoración por Múltiplos radica en su simplicidad y rapidez a la hora de realizar un análisis, pero dado el supuesto base de la valorización, la elección de empresas comparables está sujeto a errores; teniendo en cuenta que no existen dos empresas exactamente similares en términos de riesgo y crecimiento, la elección de empresas comparables es subjetiva y por ende sesgada por lo que es necesario focalizar los esfuerzos en la búsqueda de una correcta base de comparación.

Existen diversos múltiplos utilizados en la valorización de empresas, los cuales se resumen a continuación:

Múltiplos	
Múltiplos de Ganancias	Precio / Utilidad
	Valor Empresa / Ebitda
	Valor Empresa / Ebit
Múltiplo de Valor Libro	Precio / Valor Libro
	Valor Empresa / Valor Libro
Múltiplos de Ingreso	Precio Acción / Ventas
	Valor Empresa / Ventas

Etapas Básicas del proceso de Valorización:

La valorización por múltiplos consta de los siguientes pasos:



a.- Análisis de la Empresa Objetivo: Se establecen las características de la empresa objetivo en base a productos, industria a la que pertenecen, financiamiento y estructura de capital, costo de financiamiento. Se desarrolla también un análisis operacional del negocio con el fin de entender el comportamiento financiero de la empresa en bajo observación.

b.- Selección de las empresas comparables: Los supuestos básicos para la correcta selección de empresas comparables son:

- Ambas compañías cotizan en bolsa.
- Igual nivel de riesgo operacional, es decir, están en el mismo negocio que la empresa objetivo.
- Desarrollar actividades en países o regiones con iguales o similares tasas de crecimiento.

c.- Aplicación de múltiplos para valorización: Al conocer los múltiplos de la industria, será posible relacionar estos resultados con los de la empresa al aplicar los valores de esta última en el cálculo de las primeras de modo tal de despejar en cada caso el “Valor Estimado” de la empresa objetivo.

Para efectos de cumplir con el objetivo del análisis, una vez estimado el valor de la empresa y descontando el valor de la Deuda, será posible conocer el valor del patrimonio y así el de la acción.

d.- Elección de Múltiplos apropiados: Dada la diversidad de múltiplos a los cuales es posible recurrir, es necesario determinar la conveniencia de unos por sobre otros en la estimación del rango de valoración. La evidencia empírica ha permitido agrupar los múltiplos más comunes utilizados en el análisis de empresas basado en la industria en la que participan. En el caso de los bebestibles, los múltiplos más comunes corresponden a los Precio / Utilidad y EV / EBITDA

Industria	Sub-sector	Múltiplos más comunes
Automotriz	Manufactura Componentes	P/S P/CE
Bancos		P/BV
Materias Primas	Papel Química Metales y Minería	P/BV EV/Ebitda, EV/S, P/CE P/LFCF, EV/Ebitda
Construcción		P/LFCF, EV/FCF, P/U, EV/Ebitda
Servicios financieros		EV/Ebitda, P/LFCF, P/U, P/U*
Bienes de Capital	Ingeniería Defensa	P/U, EV/Ebitda, EV/S P/U, EV/Ebitda, EV/S
Comidas y Bebidas	Prod. Comida Cervezas y Pubs Bebidas alcoholicas	EV/Ebitda, EV/CE P/U* EV/Ebitda
Salud		P/U, P/U (S&P), EV/Ebitda
Seguros		P/AV
Ocio		EV/Ebitda
Media		P/U, EV/Ebitda
Oil & Gas		P/U y EV/CE
Bienes Raíces		EV/Ebitda
Retail y Bienes de Consumo	Vestido Comida Bienes suntuarios	P/U (market), EV/Ebitda P/U P/U, P/U*, EV/S, EV/Ebitda*
Tecnología		P/U
Telecomunicaciones		EV/Ebitda*, EV/S, y P/Cientes
Transporte	Aéreo Terrestre	EV/Ebitda P/S
Utilities		P/U, P/CE

e.- Selección del Rango de Valoración para la empresa objetivo: Los resultados de cualquier método de valorización nos proporciona un rango de valores entre los cuales podría oscilar el precio de la acción en el mercado. Toda valorización ha de tomarse como una referencia y una orientación, nunca como un valor absoluto.

III. Descripción de la Empresa e Industria

1. Descripción de la Empresa

Compañía Cervecerías Unidas S.A. es una empresa diversificada de bebidas, con operaciones principalmente en Chile, Argentina y Uruguay. Sus líneas de productos son cervezas, bebidas gaseosas, néctares, aguas minerales, aguas en formato HOD (*Home and Office Delivery*), bebidas funcionales, vinos, licores (Pisco, Ron), sidras, confites y snacks.

La empresa se divide en 6 unidades de negocios, ubicadas en Chile y en Argentina. Esta última abastece los mercados de Uruguay y Paraguay.

Cervezas Chile: Negocio sobre el cual se fundó CCU, se dedica a la elaboración y comercialización de cervezas, entre las cuales están Cristal y Escudo, líderes del mercado. Es la división que más contribuye al resultado consolidado y al EBITDA. Su ámbito de acción es nacional y es la productora de cervezas líder del mercado nacional. Sus marcas propias y licenciadas son las siguientes:

- Royal.
- Heineken.
- Budweiser.
- Paulaner.
- Austral.
- Kunstmann.
- D'olbek.
- Cristal.
- Escudo.
- Morenita.

- LemonStones.
- Dorada.

CCU Argentina: Produce cervezas, licores, sidras y representa bebidas funcionales, como las energéticas, en el mercado Argentino. Poseen una participación del 23% en mercado cervecero y a partir de Septiembre 2012 manejan los negocios de la filial en Uruguay, dedicada a la fabricación de gaseosas y aguas embotelladas. Sus marcas propias y licenciadas son las siguientes:

- **Cervezas**
 - Heineken.
 - Corona.
 - Guinness.
 - Negra Modelo.
 - Paulaner.
 - Imperial Kunstmann.
 - Birra Moretti.
 - Otro Mundo.
 - Budweiser.
 - Salta.
 - Santa Fe.
 - Schneider.
 - Córdoba.
 - Palermo.
 - Bieckert.
- **Sidras**
 - Real.
 - La Victoria.
 - Sáenz Briones 1888.
 - Apple Storm.
- **Licores**
 - El Abuelo.
- **Funcionales**

- Red Bull.

Bebidas No Alcohólica: fabrica, comercializa y distribuye distintas marcas de bebestibles gaseosos y no gaseosos, aguas y jugos, en el mercado nacional. Sus ventas representan el primer lugar por volumen en hectolitros. Sus marcas propias y licenciadas son las siguientes:

- **Gaseosas**

- Bilz.
- Pap.
- Kem.
- Pop.
- Nobis.
- CanadaDry.
- Crush.
- Pepsi.
- Seven-Up.
- Lipton Ice Tea.
- Mirinda.
- Gatorade.
- SoBeAdrenaline Rush.

- **Néctares y Bebidas de Frutas**

- Frugo.
- Watt's.

- **Aguas Embotelladas**

- Cachantun.
- Más de Cachantun.
- Porvenir.
- Perrier.
- Nestlé PureLife.

- **HOD**

- Manantial.
- Cachantun.

Vinos: bajo el alero de Viña San Pedro Tarapacá, y con otras 5 viñas mas tanto en Chile como en Argentina, la división de vinos posee unas amplias cartas de variedades, tintas, blancas y espumantes, los que se comercializan en Chile como Latinoamérica, Norte América, Europa y Asia. Las viñas asociadas son las siguientes:

- Viña San Pedro Tarapacá.
- Viña Santa Helena.
- Viña Misiones de Rengo.
- Viña Mar.
- Viña Altair.
- Finca La Celia.

Licores: La compañía pisquera de Chile (CPCh), es el líder nacional en el mercado de licores, logrado con altas participaciones en el mercado del pisco, destacada participación en el mercado del Ron. Sus marcas propias y licenciadas son las siguientes:

- **Pisco**
 - Control.
 - Mistral.
 - MOAI.
 - Horcón Quemado.
 - Bauzá.
 - 3RRR.
 - Campanario.
 - Ruta Norte.
 - La Serena.
- **Ron**
 - Sierra Morena.
 - Ron Cabo Viejo.
- **Licores**
 - Fehrenberg.

Foods CCU: CCU participa en el negocio de los snacks dulces a través de la coligada Foods Compañía de Alimentos CCU S.A. (Foods) la cual produce confites, galletas, cereales y productos horneados bajo las marcas paraguas Calaf, Natur y Nutrabien. Foods posee tres centros de producción: en la comuna de La Reina en Santiago, en Talagante y la planta de Talca.

En Uruguay, CCU participa del negocio de aguas minerales con la marca Nativa y en gaseosas con la marca Nix. Adicionalmente comercializa la marca importada de cerveza Heineken.

En Paraguay, a contar de diciembre de 2013, CCU participa en el negocio de bebidas con y sin alcohol. Dentro del portafolio de bebidas sin alcohol, cuenta con las marcas Pulp, Maxi, Watt's, Puro Sol, La Fuente, Villavicencio, Evian, Ser y Levite. Dentro de estas marcas se incluyen propias, licenciadas e importadas. Por otro lado, las marcas de bebidas alcohólicas, consistentes en cervezas importadas, incluyen Heineken, Carlsberg, Coors Light, Paulaner y Schneider.

OBSERVACIONES	
Razón Social	Compañía Cervecerías Unidas S.A.
Rut	90.413.000.-1
Nemotécnico	CCU- Bolsa de Comercio de Santiago. CCU- NYSE.
Industria	Alimenticias y Bebidas
Regulación	.- Superintendencia de Valores y Seguros, ley N°18.045 sobre Mercado de Valores y 18.046 sobre Sociedades Anónimas. .- Ministerio de Salud: Ley N°.455 sobre Producción, elaboración y comercialización de bebidas alcohólicas, Decreto N° 464 sobre zonificación vitícola, Decreto N°521 Reglamento denominación de origen del pisco, Decreto N 106 Reglamento de Aguas Minerales, Ley N 19.925 sobre expendio y consumo de bebidas alcohólicas, decreto N°977 Reglamento sanitario de los alimentos y código sanitario. .- Ministerio del Medio Ambiente.
10 Mayores Accionistas:	
Inversiones y Rentas S A	57,45%
J P Morgan Chase Bank	13,17%
Banco de Chile por Cuenta de Terceros No Residentes	7,26%
Banco Itaú por Cuenta de Inversionistas	6,62%
Inv. Irsaltda	4,14%
Banco Santander Por Cuenta De Inv Extranjeros	2,11%
AFP Provida S.A. para Fdo. Pensión C	0,75%
Banchile C De B S A	0,73%
Larraín Vial S A Corredora De Bolsa	0,56%
Banco Santander-Hsbc Bank Plc London ClientAccount	0,41%

2. Descripción de la Industria

A nivel global, la Industria cervecera ha mostrado claras señales de madurez. Las tres mayores compañías a nivel mundial, ABInBev, SABMiller y Heineken, quienes representan un 36% del volumen global de Cervezas, han llevado adelante importantes procesos de fusión en la búsqueda de lograr niveles de crecimiento adecuados (Inorgánico). Latinoamérica no ha sido la excepción de esta tendencia al ser parte de estos procesos de integración, la existencia de cervecerías locales de menor tamaño, las bajas tasas de penetración comparados con países más desarrollados y las buenas perspectivas de crecimiento económico para algunos países de la región configuran una industria en una buena posición de crecimiento.

A nivel nacional, las empresas dominantes son CCU y Embotelladora Andina (las cuales compiten en diferentes segmentos pero no en todos), la gran concentración de mercado por parte de ambas compañías crean mayores barreras de entradas a nuevos participantes.

Respecto al segmento de Bebidas refrescantes, la industria es liderada por Embotelladora Andina quien mantiene un 69% de las ventas totales, siendo CCU quien posee 24% del mercado. Según datos de AMBER Chile, el segmento de bebidas refrescantes representa en promedio un 2,7% del PIB local.

A Continuación se presenta una descripción estructurada de los principales participantes de la industria.

Nombre de la Empresa	Anheuser-Busch InBev SA/NV, con su filial en Chile llamada Cervecería Chile. (la cual fabrica, importa y comercializa en territorio nacional cervezas de marcas propias y otras bajo licencia. Esta empresa por si no transa acciones en la bolsa nacional. Por ello se toma como benchmark su casa matriz.)
Ticker	Euronext (Bruselas): ABI NYSE (New York): BUD (ADR)
Clase de Acción	Solo existen acciones comunes. Acciones Registradas: 391.149.374 Acciones al portador: 36.463 Acciones desmaterializadas: 1.215.601.706 Total de Acciones: 1.606.787.543
Derechos de cada Clase	Acciones comunes: recibir dividendos u derecho a un voto por acción. Acciones en poder de la compañía: Derechos se encuentran suspendidos.
Mercado donde Transa sus acciones	Bélgica, Euronext. EE.UU., ADR en NYSE
Descripción de la Empresa (profile)	Empresa fundada en 1336, en Leuven, Bélgica. Productora de cervezas líder a nivel global, y una de los cinco compañías líderes de productos de consumo. Poseen un portafolio de aproximadamente 200 marcas de cervezas, entre las cuales se encuentran Budweiser, Stela Artois y Becks; marcas multinacionales y otras marcas nacionales. La empresa también produce y comercializa bebidas no alcohólicas, particularmente en Latinoamérica. Tiene presencia en 120 países de manera directa e indirecta. Operan en Norte América, Latino América, Europa y Asia. Durante este año han concretado el control de Grupo Modelo SAP de CV, cervecera mexicana que produce la cerveza Corona.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Sector: Bienes de Consumo. Industria: Bebidas y Cervezas.
Negocios en que se encuentra	Principalmente en el negocio cervecero, y una menor participación en negocio de bebidas no alcohólicas (gaseosas y no gaseosas). El primer negocio tiene presencia global, mientras que el segundo solo se produce en ciertos países de América del Sur, representando aproximadamente un 9% de los ingresos por venta consolidados. Por ello que la composición del EBITDA es más relevante ser visto por área geográfica que por familia de producto. La composición del EBITDA global está dado por: Norte América 43% Latino América Norte 38% Latino América Sur 8% Europa Oeste 8% Europa Central y Este 1% Asia Pacífico 2%

Nombre de la Empresa	Embotelladora Andina S.A.
Ticker	IPSA: ANDINA-A; ANDINA-B NYSE (New York): AKO-A, AKO-B
Clase de Acción	Existen 2 series de acciones Serie A Serie B Total de Acciones:
Derechos de cada Clase	
Mercado donde Transa sus acciones	Chile: Bolsa de Santiago NYSE
Descripción de la Empresa (profile)	Coca-Cola Andina es uno de los siete mayores embotelladores de Coca-Cola en el mundo y tercero en Latinoamérica, atendiendo territorios franquiciados con casi 55 millones de habitantes, en los que entregó más de 4.250 millones de litros de bebidas gaseosas, jugos y aguas embotelladas en 2013. La Compañía tiene la franquicia para producir y comercializar los productos Coca-Cola en ciertos territorios de Argentina, Brasil, Chile y en todo el territorio de Paraguay y es controlada en partes iguales por las familias Chadwick Claro, Garcés Silva, Hurtado Berger, Said Handal y Said Somavía.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Sector: Bienes de Consumo. Industria: Bebidas y Cervezas.
Negocios en que se encuentra	Embotelladora Andina S.A., a través de sus subsidiarias, produce, comercializa y distribuye bebidas gaseosas Coca-Cola en Chile, Brasil, Argentina y Paraguay. También ofrece jugos de frutas, bebidas con sabor a frutas, minerales y agua purificada, aguas saborizadas y ciertos formatos para refrescos. Además, la compañía fabrica y vende las botellas PET; distribuye cerveza bajo el Amstel, Baviera, Birra Moretti, Dos Equis (XX), Edelweiss, Heineken, Kaiser, Murphy, Sol, y las marcas de Xingu en Brasil; y distribuye cerveza en el sur de Argentina, y licores en el sur de Chile. Ofrece sus productos principalmente a través de pequeños minoristas, restaurantes y bares, supermercados y distribuidores terceros. Embotelladora Andina S.A. fue fundada en 1946 y tiene su sede en Santiago de Chile.

Nombre de la Empresa	Coca Cola EMBONOR S.A.
Ticker o Nemotécnico	EMBONOR-A EMBONOR-B
Clase de Acción	Posee dos clases de acciones las cuales se diferencian por sus derechos sobre los dividendos y el número de Directores a elegir
Derechos de cada Clase	<p>Serie A: Tiene derecho a elegir 6 directores titulares y a sus respectivos suplentes. Total acciones Serie A: 244.420.704.</p> <p>Serie B: Derecho a convocar Junta Ordinaria o Extraordinaria de Accionistas, con al menos un 5% de acciones emitidas de Serie B; Derecho a percibir Dividendos aumentados en un 5% respecto a los de la Serie A; Derecho a elegir un Director Titular y su respectivo Suplente; Derecho a convocar a Sesión Extraordinaria de Directorio, solicitada por el Director electo por accionistas de Serie B. Total acciones Serie B: 266.432.526</p> <p>Total Acciones Suscritas y pagadas: 510.853.230</p>
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago. Bolsa de Valores. Bolsa de Corredores de Valparaíso. Bolsa Electrónica de Chile.
Descripción de la Empresa (profile)	Coca-Cola Embonor S.A. es una empresa dedicada principalmente a la producción y distribución de bebidas alcohólicas bajo licencia de The Coca-Cola Company. Los territorios asignados en Chile son las regiones XV, I, V, VI, VII, VIII, IX, X, XIV. En Bolivia, los Departamentos que trabajan son: La Paz, Santa Cruz, Cochabamba y Tarija.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Alimenticias y Bebidas.
Negocios en que se encuentra	La empresa produce Bebidas gaseosas, Bebidas no gaseosas, Aguas e Isotónicos, en Chile y Bolivia. Al 2013, el EBITDA consolidado fue de \$72.266 millones de pesos, de los cuales el 58,41% provino de las operaciones en Chile y 41,59% de las operaciones en Bolivia.

IV. Descripción del financiamiento de la Empresa

1. Financiamiento vía Bonos

La empresa mantiene 4 bonos vigentes los cuales han tenido como objetivo refinanciar pasivos y financiar nuevas inversiones a lo largo de los últimos años. La deuda de la empresa tiene duración hasta el año 2030.

A continuación se detallan las características de los bonos vigentes al 31 de septiembre de 2013.

BONO	OBSERVACIONES			
	Serie A	Serie E	Serie H	Serie I
Nemotécnico	BSPED-A	BCERV-E	BCERV-H	BCERV-I
Fecha de Emisión	15 de Julio de 2005	01 de Diciembre de 2004	15 de marzo de 2009	15 de marzo de 2009
Valor Nominal (VN)	1.500.000	2.000.000	5.000.000	5.000.000
Moneda	UF	UF	UF	UF
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	15 de Marzo de 2014	01 de Diciembre de 2024	15 de Marzo de 2030	15 de Marzo de 2014
Tipo de Bono	Francés	Francés	Francés	Bullet (al Vencimiento)
Tasa Cupón (k_d)	3,8%	4,0%	4,25%	3%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Período de Gracia	Sin Período de Gracia	Sin Período de Gracia	10 años	Sin Período de Gracia
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Pasivos y Financiamiento de Inversiones	Refinanciamiento de Pasivos	Refinanciamiento de Pasivos	Refinanciamiento de Pasivos
Clasificación de Riesgo	FellerRate: A+ ICR : A+	Feller Rate: AA ICR: AA	Feller Rate: AA ICR: AA	Feller Rate: AA ICR : AA
Tasa de colocación (k_b)	3,70%	4,34%	4,30%	3,18%
Precio de venta el día de la emisión.	\$17.641.140 cada corte (UF al día e la emisión: \$ 17.518,51)	\$15.874.802 cada corte (UF al día de la emisión \$ 17.266,48)	El bono se transó inicialmente a \$20.887.653 (UF al día de la emisión \$ 21.003,17)	El bono se transó inicialmente a \$20.883.044 (UF al día de la emisión \$ 21.003,17)
Valor de Mercado	El bono se transó inicialmente a 100,75% sobre la par. Su ultima transacción ocurrió el 11 de septiembre de 2013 donde se negoció 1000 papeles a una tasa de 3,79%	El bono se transó inicialmente al 917,94% , bajo la par. La última transacción registrada del bono data de 27 de diciembre de 2012 donde se tranzaron 1000 papeles a una tasa de 3,77%	El Bono se transó inicialmente al 99,41% bajo la par. La ultima transacción registrada fue de 3000 papeles a una tasa de 3,68% el día 19 de agosto de 2013	El bono se transó inicialmente al 99,18%, bajo la Par y su ultima transacción se registró el 26 de diciembre de 2013 donde se negociaron 3.000 papeles alcanzando una tasa de 2,99%

2. Financiamiento vía Patrimonio

A mediados del año 2013, los accionistas de la compañía aprobaron un aumento de capital para llevar adelante el plan estratégico definido para el periodo 2013 – 2020, al término de este proceso la empresa logró recaudar \$ 331.719 millones. Los detalles de esta colocación son los siguientes:

CARACTERISTICAS DE LA COLOCACIÓN:	
Emisor / Ticker	Compañías Cervecerías Unidas S.A. (CCU) / CCU:CI - CCU:US
Acciones Ofrecidas.	51 millones de acciones (Incremento del 16% del total de acciones)
Tamaño de la Oferta	Aproximadamente USD700 millones con precios de acción de \$7.120, descuento del 3%
Composición	100% Primaria.
Uso de Fondos	Financiar Estrategias de Crecimiento Orgánico e inorgánico.
Periodo de Bloqueo.	90 días
Agentes Colocadores.	JP Morgan, Citi, Deutsche Bank, Banchile y Larraín Vial.

V. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

La estimación de una estructura de capital objetivo se desprende desde la relación existente en el largo plazo entre los valores de mercados existentes para la Deuda (B), Patrimonio (P) y Valor de la empresa ($V = B + P$).

1. Deuda Financiera de la Empresa (B)

Desde los estados de situación de la empresa se desprende la siguiente información:

AÑO	2009	2010	2011	2012	2013 (*)
. + Otros Pasivos Financieros (Corrientes)	911.659	555.274	3.295.871	2.376.432	5.499.477
. + Otros Pasivos Financieros (No Corrientes)	9.174.086	9.533.796	7.403.543	9.056.449	6.242.478
Deuda Financiera	10.085.745	10.089.070	10.699.414	11.432.881	11.741.956

*al 30 de Septiembre.

2. Patrimonio Económico de la empresa (P)

Se construye desde la información contenida en balance de la empresa donde se presenta el número de acciones suscritas y pagadas que la empresa registra a la fecha de análisis, y la información de mercado relativa al precio de la acción.

AÑO	2009	2010	2011	2012	2013 (*)
.- Número total de Acciones Suscritas y pagadas	318.502.872	318.502.872	318.502.872	318.502.872	341.876.612
.- Precio de la Acción	0,17	0,25	0,29	0,33	0,29
.- Patrimonio Económico	55.005.158	78.933.878	93.786.567	103.971.583	99.293.773

*al 30 de Septiembre.

3. Estructura de Capital:

Se presentan las relaciones existentes entre Deuda, Patrimonio y Valor de la Empresa, se estima el promedio de los últimos años para estos indicadores. Se observa que todos ellos se mantiene estables en el tiempo lo que permite asumir una estructura de capital constante en el tiempo de proyección.

AÑO	2009	2010	2011	2012	2013 (*)	Promedio
Deuda / Valor de la Empresa (B/V)	15%	11%	10%	10%	11%	12%
Patrimonio / Valor de Empresa (P/V)	85%	89%	90%	90%	89%	88%
Deuda / Patrimonio (B/P)	18%	13%	11%	11%	12%	13%

**al 30 de Septiembre.*

VI. Estimación del costo de Capital y Patrimonial de la Empresa

Tal como se ha visto en las secciones anteriores, la firma mantiene dos vías de financiamiento, la emisión de bonos corporativos genera una corriente de flujos desde los acreedores (Emisión de Deuda), mientras que la emisión de Acciones al mercado genera una corriente de flujos desde los Inversionistas (Emisión de Patrimonio). Ambos, Acreedores y Accionistas, en esta dinámica, ambos asumen un nivel de riesgo que debe verse reflejado en una tasa de retorno adecuada la cual debe ser asumida por la empresa. Esto es representado en su totalidad por el costo de Capital de la Empresa.

El modelo de Flujo de Caja Descontados, asume ésta tasa de costo de capital como aquella tasa de descuento que determinará el Valor Presente Neto de los flujos futuros que generará la empresa.

1. Costo del Patrimonio (K_p)

Se debe considerar una serie de componentes necesarios en la búsqueda de un indicador representativo para el costo del patrimonio. El modelo a utilizar será CAPM:

$$K_p = R_f + PRM * \beta_p$$

Tal como se observa en la formula, la tasa de costo del patrimonio, depende de:

- Una tasa libre de riesgo: Para simplifica este análisis se asume una tasa libre de riesgo 2,58%

$$R_f = 2,58\%$$

- Una Prima por Riesgo: Representa el exceso de retorno que ofrece el mercado por sobre R_f dado el riesgo asumido. Para simplificar el análisis se asume una prima por riesgo de 7,2%

$$PRM = 7,2\%$$

- El Beta Patrimonial: Representa la sensibilidad del valor del patrimonio frente a los movimientos del mercado donde se encuentra.

a. Costo de la Deuda (K_b)

Para la estimación del costo de la Deuda se utiliza como referencia la tasa de mercado de sus bonos vigentes al momento del análisis, para este caso, se consideró como tasa relevante aquella de mercado del Bono serie H por ser el de más largo plazo (Ver Sección III). Dicho bono fue tranzando por última vez el día 19 de Agosto de 2013, registrando una TIR de 3,68%

$K_b = 3,68\%$

b. Beta de la Deuda (β_B)

Utilizando el modelo CAPM y la tasa de costo de la deuda (K_b), se estima el Beta de la Deuda β_B . Este cálculo será relevante en cálculos posteriores para el ajuste del costo de patrimonio para el nivel de apalancamiento de CCU.

$$K_b = R_f + PRM * \beta_B$$

$$3,68\% = 2,58\% + \beta_B * 7,2\%$$

$$\beta_B = (3,68\% - 2,58\%) / 7,2\%$$

$$\beta_B = 0,15$$

c. Cálculo del Beta Patrimonial

El cálculo del Beta patrimonial se desarrolló a partir de 105 retornos semanales para la acción de CCU y el índice General de Precios de Acciones IGPA los cuales, mediante regresión lineal bajo el modelo de Mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$) arroja los siguientes resultados:

RESUMEN	2009	2010	2011	2012	2013
beta	0,90	0,91	1,00	0,76	0,79
Significancia	0,000000	0,000000	0,000000	0,000002	0,000060
Presencia Bursatil	100%	100%	100%	100%	100%

Todos los resultados muestran un nivel correcto de significancia estadística lo que permite desprender un valor representativo desde este análisis. Se considera para el estudio un beta Patrimonial de 0,79 el cual incorpora el nivel de deuda de la empresa y por lo tanto se encuentra influenciado por las estructuras de capital presentadas por la compañía durante los últimos años. Dado que uno de los supuestos de valoración implican una estructura de capital constante en el tiempo, es necesario ajustar el Beta Patrimonial de CCU acorde a la estructura de Capital Objetivo asumida para el estudio.

$$\beta_p^{C/D} = 0,79$$

Con el objetivo de obtener un Beta Patrimonial representativo de la estructura de capital objetivo de CCU, des-apalancaremos $\beta_p^{C/D}$ y re-apalancaremos asumiendo la estructura definida para el largo plazo (Objetivo). Para este proceso se utiliza el modelo de Rubinstein (1973) de la siguiente manera:

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

$$0,79 = \beta_p^{S/D} [1 + (0,8) * 0,12] - (0,8) * 0,15 * 0,12$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,73$$

Luego, re-apalancamos $\beta_p^{S/D}$ utilizando la estructura de capital objetivo de 0,13 (Ver Sección IV)

$$\begin{aligned}\beta_p^{C/D} &= \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - (1 - t_c) * \beta_B * \frac{B}{P} \\ \beta_p^{C/D} &= 0,73 * [1 + (0,8) * 13\%] - (0,8) * 0,15 * 0,13\% \\ \beta_p^{C/D} &= 0,79\end{aligned}$$

Estamos en condiciones de realizar de forma correcta el cálculo del costo patrimonial basado en una estructura de capital objetivo.

Según CAPM:

$$\begin{aligned}K_p &= R_f + PRM * \beta_p^{C/D} \\ K_p &= 2,58\% + 7,2\% * 0,79\end{aligned}$$

$$K_p = 8,27\%$$

2. Costo del Capital (K_0)

El costo de capital representa la ponderación, basado en la estructura de capital, de los costos que debe asumir la compañía por la obtención de financiamiento, según el modelo de Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC), la tasa de costo de Capital para la empresa es se determina de la siguiente manera:

$$K_0 = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - t_c) * \frac{B}{V}$$

Con todos los componentes definidos se procede a calcular el ratio de costo promedio de capital.

$$K_0 = 8,27\% * 88\% + 3,68\% * (0,8) * 12\%$$

$$\mathbf{K_0 = 7,63\%}$$

VII. Análisis Operacional del Negocio e Industria

Los principales resultados de la compañía muestran un buen desempeño en términos consolidados, los Ingresos llegaron a UF 51.631.928 lo que representa un aumento del 11% respecto al año anterior, esto, influenciados por un aumento de 6,7% en el volumen promedio y un 4% en el precio promedio de venta.

CUENTA	2009	2010	2011	2012	Proy 2013	Margen / Ventas	Benchmark	Variación %
Ingreso por Ventas	33.629.691	36.302.336	41.988.195	46.584.751	51.631.928			11%
Costo de Ventas *	- 15.811.264	- 16.621.730	- 19.395.477	- 21.354.060	- 23.638.487	-46%	-40%	11%
Margen Bruto	17.818.427	19.680.606	22.592.718	25.230.691	27.993.441	54%	59%	11%
Resultado Operacional	5.969.676	6.771.108	7.987.476	7.598.432	7.340.641	14%	11,7%	-3%
EBITDA	7.612.373	8.432.294	9.730.067	9.711.411	9.734.046	19%	17%	0,2%

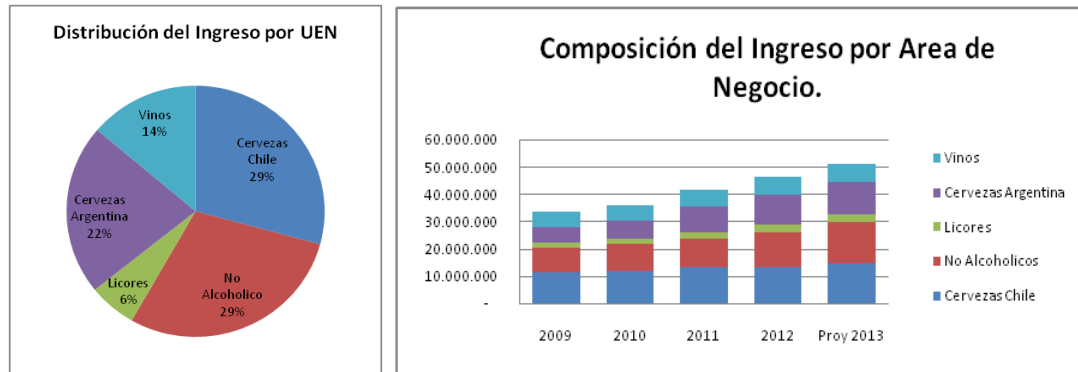
Los Costos de Venta y Margen Operacional aumentaron en línea a una tasa de 11% durante el 2013 representando este último un 59% de las ventas. El Resultado Operacional de la compañía se ubica en las UF 7.340.541, levemente inferior al año anterior mientras que el EBITDA consolidado alcanza las UF 9.734046 mostrando una mejora marginal respecto al año 2012. En términos comparativos, CCU presenta márgenes superiores a los de su *benchmark*² más representativo en la industria lo que refleja en buena medida el correcto desempeño en la administración del negocio por parte de la empresa.

1. Ventas

Las ventas de la compañía han evolucionado de forma positiva durante los últimos años siendo los segmentos desarrollados en Chile quienes representan el 73% de las Ventas Globales. El Segmento de Cervezas Argentinas ocupa un lugar importante en

²Coca – Cola Andina. Fuente: CorpResearch, Septiembre 2013

la distribución de las ventas aportando un 22% del total. El segmento licores es quien representa la menor proporción de las ventas.



En términos desagregados, todos los segmentos han mejorado respecto del año anterior creciendo a tasas cercanas al 10% a excepción del segmento Vinos que solo registra un crecimiento de 2% explicado solo por una variación en el precio de 1,9% , la cantidad vendida en este segmento se mantuvo respecto del año anterior.

El segmento No Alcohólicos creció a una tasa mayor que el global logrando una variación del 16,6% destacando los buenos desempeños de productos como Aguas y Néctares.

CUENTA	2009	2010	2011	2012	Proy 2013	Variación %
Ingreso por Ventas	33.629.691	36.302.336	41.988.195	46.584.751	51.631.928	10,8%
Cervezas Chile	12.046.656	12.471.565	13.555.766	13.894.729	15.291.809	10,1%
No Alcoholicos	8.726.834	9.678.028	10.762.159	12.651.358	14.754.741	16,6%
Licores	1.681.589	1.871.620	2.205.861	2.752.252	3.018.237	9,7%
Cervezas Argentina	5.945.848	6.771.601	9.566.619	10.869.850	12.025.969	10,6%
Vinos	5.401.486	5.729.173	5.991.430	6.476.860	6.605.361	2,0%
Otros	- 172.723	- 219.651	- 93.640	- 60.297	- 64.189	6,5%

2. Márgenes

La Ganancia Bruta de CCU llegó a UF27.993.441 lo que representa un crecimiento del 11%, este aumento es explicado por menores costos de materias primas especialmente en el azúcar lo que explica también la alta variación del margen en el segmento No Alcohólicos. En términos específicos todos los segmentos se ubican en línea con sus promedios históricos a excepción de los Licores que ha disminuido su desempeño respecto al histórico.

CUENTA	2009	2010	2011	2012	Proy 2013	Margen / Ventas	Margen Histórico	Variación %
Margen Bruto	17.818.427	19.680.606	22.592.718	25.230.691	27.993.441	54%	54%	10,9%
Cervezas Chile	7.104.998	7.542.539	8.254.291	8.239.404	9.059.117	59%	60%	10%
No Alcohólicos	4.349.574	4.972.048	5.404.536	6.635.762	7.931.268	54%	51%	20%
Licores	789.362	891.944	943.335	1.069.134	1.143.913	38%	44%	7%
Cervezas Argentinas.	3.297.473	3.889.833	5.615.435	6.638.274	6.994.716	58%	58%	5%
Vinos.	2.029.830	2.096.769	2.100.311	2.335.211	2.468.304	37%	36%	6%

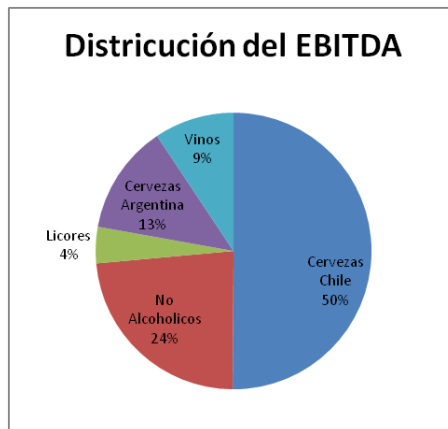
3. EBITDA

La empresa logró un EBITDA de UF 9.734.046 lo que representa un margen de 19% respecto a las ventas, este margen creció levemente respecto al año anterior (0,2%). En el detalle, todos los segmentos han mostrado una disminución respecto a su valor histórico a excepción del segmento de Cervezas Chile y Vinos quienes además son los únicos segmentos que logran aumentar su EBITDA respecto al año anterior. Aún así, todos los segmentos presentan márgenes mayores al 10% lo que refleja la capacidad de generación de flujos del Mix de productos.

CUENTA	2009	2010	2011	2012	Proy 2013	Margen / Ventas	Margen Histórico	Variación %
EBITDA	7.612.373	8.432.294	9.730.067	9.711.411	9.734.046	19%	22%	0,2%
Cervezas Chile	3.990.186	4.375.774	5.005.268	4.519.444	4.877.598	32%	34%	8%
No Alcoholicos	1.488.682	1.818.100	2.024.402	2.481.994	2.283.839	15%	19%	-8%
Licores	356.030	349.977	371.014	425.946	412.762	14%	18%	-3%
Cervezas Argentina	950.292	1.164.039	1.319.973	1.520.990	1.248.369	10%	15%	-18%
Vinos	827.182	724.404	1.009.410	763.037	911.479	14%	14%	19%

La distribución del EBITDA muestra la importancia del Segmento Cerveza Chile, el cual representa el 50% del total del EBITDA de la compañía, aún así CCU mantiene un adecuado Mix de productos que le permite generar flujos desde todos sus segmentos. El negocio Cervecerero explica el 63% del EBITDA de la empresa lo que explica que

este producto sea el que lidere la fase de expansión regional que enfrenta la compañía (Apertura de planta en Uruguay).



4. Fortalezas y Factores de Riesgo.

a. Fortalezas

- Cartera Diversificada: La compañía posee una amplia cartera de productos, la cual permite atender a una diversa gama de consumidores.
- Marcas reconocidas y valiosas.
- Estabilidad Financiera: CCU ha mostrado sólidos resultados financieros durante los últimos periodos, ha logrado sortear de buena manera alzas importantes en costos y competitividad en la mayoría de los negocios, altos niveles de inflación en Argentina y la estricta regulación impuesta ante el consumo de alcohol.
- Plan de Inversiones al 2020 financiado con patrimonio entrega holgura financiera a la empresa.
- Gerencia reconocida.
- Modelo de negocios permite explotar ventajas de su oferta multiproducto sin perder especialización.

b. Factores de Riesgos.

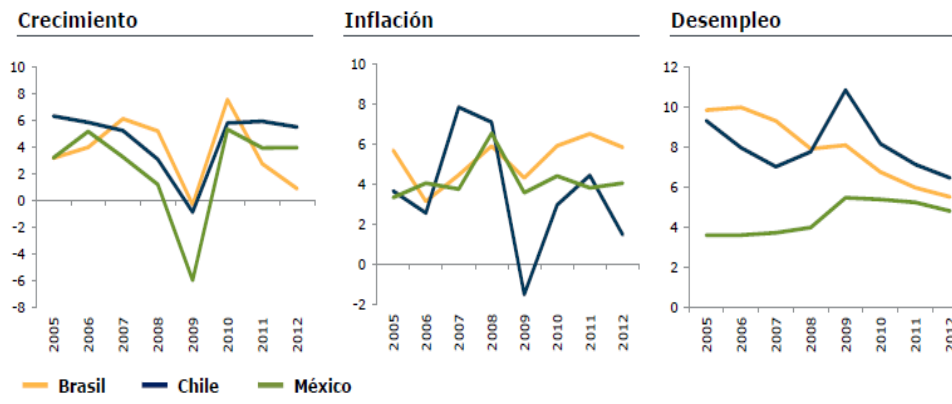
- La empresa participa en mercados con altos niveles de madurez limitando el potencial de crecimiento en la penetración del producto.
- Las fusiones inherentes en este mercado ponen el riesgo l participación de mercado de la empresa en todas las áreas geográficas donde participa.
- La fusión de AmBev y Modelo generan un potencial nuevo competidor importante en el mercado local.
- Demanda altamente indexada al desempeño económico de los países donde la compañía se establece levantando un alto riesgo ante las turbulencias observadas durante los últimos años.
- Riesgos de tipo de cambio: más del 20% de los ingresos de la empresa proviene de operaciones en argentina.
- Costos de materia prima. Tanto los precios de la malta, el arroz y el lúpulo además de los materiales de embalaje dependen de precios internacionales y están influenciados por el tipo de cambio.
- Agresiva competencia de precios en el segmento de cervezas: Dada la importancia de este segmento en los ingresos de la empresa, una competencia agresiva de precio por la entrada de nuevos competidores puede afectar de manera importante el desempeño global de la empresa.

VIII. Valoración por Múltiplos

1. Selección de Empresas Comparables.

Basado en los supuestos básicos para la correcta selección de empresas comparables y a causa del tamaño del mercado local (donde solo Andina representa un competidor cercano en términos de volumen), se han seleccionado dos compañías de la industria de bebestibles con presencia a nivel regional, ellas son Andina (Chile), Embonor (Chile) y Ambev (Brasil), la elección se explica dado los siguientes factores:

- Todas las compañías cotizan en bolsa.
- Todas las empresas se encuentran en el mismo negocio o al menos su “core” está en la industria de bebestibles; en efecto, mientras Andina y Embonor están presentes en el negocio de gaseosas, jugos y aguas compitiendo directamente con CCU en el mercado local, AMbev mantiene presencia en nuestro país con diversas marcas cerveceras (Mencionadas en la descripción de la Industria).
- Ambas compañías desarrollan sus actividades en una región con participación relevante en países con similares tasas de crecimiento; tanto CCU, Andina, Embonor y Ambev participan en las principales plazas de Sudamérica como **Chile, Brasil y México** los cuales han mostrado de manera conjunta una acentuada recuperación post crisis de Lehman, una inflación controlada, bajos niveles de desempleo y buen acceso al crédito.



La información financiera de ambas empresas fue extraída desde sus memorias publicadas tanto en el ente regulador local, para el caso de Andina, como en su homólogo Brasileño para el caso de Ambev.

2. Aplicación de Múltiplos.

Se obtienen los principales resultados contables y financieros de las empresas comparables para los años 2012 y 2013 con el fin de obtener la información necesaria en la construcción de los múltiplos relevantes. La obtención de estos múltiplos permitirá construir indicadores para la industria los cuales son aplicados finalmente a nuestra empresa objetivo. Dada la importancia de realizar este análisis con información de año terminado, se realizó un ajuste que proyectó los resultados financieros desde septiembre a diciembre de 2013, por otra parte, los resultados contables se asumieron sin variación durante el último trimestre de 2013.

A continuación se presentan los principales resultados Financieros y Contables de ambas compañías y el cálculo de sus respectivos múltiplos:

a. Múltiplos para Andina-B

ITEM CONTABLE Y FINANCIERO	2012	2013
VENTAS TOTALES \$ Miles	1.172.292.817	1.394.961.413
UTILIDADES \$ Miles	87.636.961	73.420.708
EBITDA TOTAL \$ Miles	193.515.574	204.269.411
EBIT TOTAL \$ Miles	139.673.436	126.412.472
VALOR LIBRO PATRIMONIO \$ Miles	893.604.921	866.530.359
VALOR LIBRO EMPRESA \$ Miles	1.539.836.331	1.644.014.721

N° Acc Serie B	400.809.380	473.281.303
Precio por acción Serie B	3.012	2.773
Deuda Financiera NETA \$ Miles	224.605.959	288.084.043
+ Deuda Financiera de Corto	106.248.019	91.710.752
+ Deuda Financiera de Largo	173.880.195	286.207.834
- Efectivo y Equivalente	55.522.255	89.834.543
Interes Minoritario	19.441.718	20.476.958
Valor Empresa	1.431.743.010.464	1.600.608.229.438

Multiplos		2012	2013	Promedio
Multiplos de Ganancias	Precio / Utilidad	13,77	17,88	15,83
	Valor Empresa / Ebitda	7,40	7,84	7,62
	Valor Empresa / Ebit	10,25	12,66	11,46
Multiplo de Valor Libro	Precio / Valor Libro	1,35	1,51	1,43
	Valor Empresa / Valor Libro	0,93	0,97	0,95
Multiplos de Ingreso	Precio Acción / Ventas	1,03	0,94	0,99
	Valor Empresa / Ventas	1,22	1,15	1,18

b. Múltiplos para Embonor:

ITEM CONTABLE Y FINANCIERO	2012	2013
VENTAS TOTALES \$ Miles	380.448.773	382.460.513
UTILIDADES \$ Miles	37.807.921	23.378.871
EBITDA TOTAL \$ Miles	67.707.226	64.816.565
EBIT TOTAL \$ Miles	49.468.708	43.579.101
VALOR LIBRO PATRIMONIO \$ Miles	280.243.188	283.105.705
VALOR LIBRO EMPRESA \$ Miles	483.085.650	487.942.556

N° Acc	510.853.230	510.853.230
Precio por acción Serie B	1.370	1.185
Deuda Financiera NETA \$ Miles	76.512.766	105.836.307
+ Deuda Financiera de Corto	33.635.926	16.630.050
+ Deuda Financiera de Largo	62.222.578	101.552.509
- Efectivo y Equivalente	19.345.738	12.346.252
Interes Minoritario	9.225	9.258
Valor Empresa	776.381.700.325	711.146.308.485

Multiplos		2012	2013	Promedio
Multiplos de Ganancias	Precio / Utilidad	18,51	25,89	22,20
	Valor Empresa / Ebitda	11,47	10,97	11,22
	Valor Empresa / Ebit	15,69	16,32	16,01
Multiplo de Valor Libro	Precio / Valor Libro	2,50	2,14	2,32
	Valor Empresa / Valor Libro	1,61	1,46	1,53
Multiplos de Ingreso	Precio Acción / Ventas	1,84	1,58	1,71
	Valor Empresa / Ventas	2,04	1,86	1,95

c. Múltiplos para Ambev:

ITEM CONTABLE Y FINANCIERO	2012	2013
VENTAS TOTALES R\$ mm	32.231	31.651
UTILIDADES R\$ mm	10.559	8.675
EBITDA TOTAL R\$ mm	15.679	14.671
EBIT TOTAL R\$ mm	13.910	12.708
VALOR LIBRO PATRIMONIO R\$ mm	29.924	32.157
VALOR LIBRO EMPRESA R\$ mm	54.160	51.753

N° Acc R\$ mm	3.127	3.128
Precio por Accion R\$	82	84
Deuda Financiera NETA R\$ mm	- 5.782	- 1.787
+ Deuda Financiera de Corto	838	898
+ Deuda Financiera de Largo	2.306	2.102
- Efectivo y Equivalente R\$ mm	8.926	4.787
Interes Minoritario	1.060	1.052
Valor Empresa	252.778	260.634

Multiplos		2012	2013	Promedio
Multiplos de Ganancias	Precio / Utilidad	24,39	30,13	27,26
	Valor Empresa / Ebitda	16,12	17,77	16,94
	Valor Empresa / Ebit	18,17	20,51	19,34
Multiplo de Valor Libro	Precio / Valor Libro	8,61	8,13	8,37
	Valor Empresa / Valor Libro	4,67	5,04	4,85
Multiplos de Ingreso	Precio Acción / Ventas	7,99	8,26	8,12
	Valor Empresa / Ventas	7,84	8,23	8,04

3. Múltiplos para la Industria.

La información presentada anteriormente fue promediada para así construir los múltiplos de referencia para la industria de bebidas donde CCU participa.

Múltiplos		2012	2013	Promedio
Múltiplos de Ganancias	Precio / Utilidad	18,89	24,63	21,76
	Valor Empresa / Ebitda	11,66	12,19	11,93
	Valor Empresa / Ebit	14,71	16,50	15,60
Múltiplo de Valor Libro	Precio / Valor Libro	4,15	3,93	4,04
	Valor Empresa / Valor Libro	2,40	2,49	2,45
Múltiplos de Ingreso	Precio Acción / Ventas	3,62	3,59	3,61
	Valor Empresa / Ventas	3,70	3,75	3,72

4. Aplicación de Múltiplos y Valoración de CCU

Con la información y múltiplos relativos a la industria se construyen los múltiplos de la empresa objetivo en base a su información Financiera Contable.

ITEM CONTABLE Y FINANCIERO	2013
UTILIDAD	5.464.437
EBIT	7.340.641
DEPRECIACION Y AMORTIZACIONES	2.782.314
EBITDA	10.122.955
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	38.600.777
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	54.599.524
VENTAS	51.631.928
N° ACCIONES	341.876.612
UTILIDAD x ACCION	0,016
VENTAS x ACCION	0,151
DEUDA FINANCIERA NETA	2.387.704
INTERES MINORITARIO	4.213.697

Utilizando los múltiplos de la industria y la información financiera de CCU se estima el Valor de la Empresa, descontando los valores de la Deuda Financiera e Interés minoritario, se obtiene la estimación del valor económico de patrimonio y el precio de su acción basado en los diferentes múltiplos.

Múltiplo	Valor de la Empresa	Valor del Patrimonio	Precio UF	Precio \$
Precio / Utilidad	118.915.515	112.314.114	0,329	\$ 7.585,92
Valor Empresa / Ebitda	120.733.948	114.132.547	0,334	\$ 7.708,74
Valor Empresa / Ebit	114.522.133	107.920.732	0,316	\$ 7.289,18
Precio / Valor Libro Patrimonio	155.908.634	149.307.233	0,437	\$ 10.084,51
Valor Empresa / Valor Libro Empresa	133.507.752	126.906.351	0,371	\$ 8.571,51
Precio Acción / Ventas	186.217.752	179.616.351	0,525	\$ 12.131,65
Valor Empresa / Ventas	192.295.027	185.693.626	0,543	\$ 12.542,12

IX. Conclusiones

El estudio permitió determinar de manera metodológica un precio de referencia para la empresa Compañía Cervecerías Unidas en base a sus múltiplos y empresas comparables. El estudio global arroja un rango de precio objetivo bastante amplio que va desde los \$7.280 hasta los \$12.542 por acción.

Aún cuando fue posible aplicar todos los múltiplos a la valoración de la empresa, es necesario acotar la estimación y utilizar los ratios más adecuados para este tipo de empresas, para ello se considera que los múltiplos de ganancias son mejores estimadores para una empresa como CCU, esto dado que su valorización en el mercado se encuentra fuertemente relacionada a su capacidad de generar beneficios.

En base a lo anterior, el rango correcto de valorización obtenido al finalizar este estudio está entre los \$7.289 y 7.586 por acción, precio superior a la cotización de la empresa al 30 de septiembre de 2013 la cual alcanzó los \$6.706. Se estima así que, basado en la valoración que el mercado hace de empresas relacionadas, CCU estaría subvalorada por el mercado local en aproximadamente un 15% lo que determina su upside potencial.

Posibles distorsiones en los resultados de la valoración pueden ser provocados por factores como diferencias en políticas contables o regímenes impositivos (en casos donde se utilizan comparables de otros países), aún así, la valoración por múltiplos debe utilizarse como complemento a otras metodologías.

La valoración por múltiplos nos permite obtener una visión rápida y eficiente acerca del estado de la compañía permitiendo tomar decisiones de manera oportuna, esto siempre y cuando los criterios de elección de comparables descritos en el documento se apliquen de manera correcta.

X. Bibliografía

2. Maquieira, Carlos. “Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica”. Editorial Andrés Bello, 2013.
3. Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”. Editorial Gestión 2000, 2010.
4. Damodaran, Aswath. “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”. Editorial Wiley Finance, 2002.
5. Koller, Tim. “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”. Editorial John Wiley & Sons, Inc. 2005.
6. Memorias de CCU.
7. Memorias de Andina.
8. Memorias de Embonor.
9. Memorias de ABInBev.

XI. Anexos