



**VALORACIÓN DE COMPAÑÍA DE CERVECERÍAS UNIDAS S.A.
Mediante el Método de Flujo de Caja Descontado**

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

**Alumno: César Segura Silva
Profesor Guía: Marcelo González Araya**

Santiago, Mayo 2016



Valoración de Compañía de Cervecerías Unidas S.A.
Mediante el Método de Flujo de Caja Descontado

Autor César Segura Silva
Profesor Guía: Marcelo González Araya

Santiago, Mayo 2016

Dedicada a mi hija Isidora...

Agradezco a mis padres y amigos, pues me impulsaron a finalizar este proyecto personal que se encontraba pendiente desde hace ya algún tiempo.

Índice

Resumen Ejecutivo.....	2
1. Metodología: Principales Métodos de Valoración.....	3
Modelo de descuento de dividendos	3
Método de Flujos de Caja Descontados	4
Método de múltiplos	7
2. Descripción de la empresa	8
3. Filiales CCU.....	9
4. Descripción de la Industria.....	22
5. Financiamiento de CCU.....	24
6. Estimación de la Estructura de Capital de CCU.....	26
7. Patrimonio Económico de la Empresa CCU.....	26
8. Estructura de Capital de CCU.....	27
9. Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....	27
10. Estimación del Beta (β) de la Acción de CCU	27
11. Estimación de Costo de la Deuda (K_b).....	28
12. Beta de la Deuda (β_b).....	29
13. Beta de la Acción con Deuda ($\beta_p^{C/D}$)	29
14. Beta Patrimonial sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)	29
15. Beta Patrimonial con Deuda ($\beta_p^{C/D}$)	30
16. Costo Patrimonial (k_p)	31
17. Costo de Capital (k_0)	31
18. Análisis Operacional del Negocio e Industria	32
19. Tasa de Crecimiento Reales de las Ventas de la Empresa	32
20. Tasa de Crecimiento Reales de la Industria 2011 a Diciembre de 2015.....	34
21. Perspectiva de Crecimiento de la Industria para los años 2015 al 2019.....	36
22. Análisis de Costos de Operación.....	41
23. Análisis de Cuentas no Operacionales	42
24. Análisis de Costos de Operación.....	45
25. Proyección de Ingresos de Operación.....	49

26.	Proyección de Costos de Operación	51
27.	Proyección Resultado No Operacional	52
28.	Estado de Resultados Proyectado 2015 - 2019.....	54
29.	Proyección de Flujos de Caja Libre (FCL)	54
30.	Depreciación del Ejercicio y Amortización de Intangibles	55
31.	Inversión de Reposición	55
32.	Nuevas Inversiones en Base al CAPEX de la Empresa	55
33.	Inversiones en Capital de Trabajo	57
34.	Déficit o Exceso en Capital de Trabajo.....	58
35.	Activos Prescindibles de la empresa al 30 de Septiembre de 2015.....	59
36.	Deuda Financiera al 30 de Septiembre de 2015.....	59
37.	El Valor Terminal.....	60
38.	Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción	61
39.	Conclusiones.....	63
	Bibliografía.....	64
	Anexo I Ficha de la Empresa CCU	65
	Anexo II Empresas Comparables	66
	Anexo III Amortización Bono Serie H.....	68
	Anexo IV Amortización Bono Serie E	69
	Anexo V Regresiones 2011	70
	Anexo VI Regresiones 2012	71
	Anexo VII Regresiones 2013	72
	Anexo VIII Regresiones 2014	73
	Anexo IX Regresiones 2015	74

Resumen Ejecutivo

Mediante el presente trabajo efectuaremos la evaluación económica de la empresa Compañía Cervecerías Unidas S.A (CCU), al 30 de Septiembre de 2015, mediante la metodología de Flujo de Caja Descontado (DCF).

Para elaborar tal análisis en fue necesario obtener la información disponible a la fecha de estudio, antecedentes obtenidos principalmente de las memorias publicadas por la compañía en la Superintendencia de Valores y Seguros en conjunto con la información disponible por la propia empresa, una vez recogidos los antecedentes analizamos a CCU S.A. en el contexto industrial en el que se encuentra, determinando inicialmente su estructura de capital y con ello las proyección de crecimiento en términos ingresos, costos e inversiones futuras. Con tal información confeccionamos proyecciones de flujos de caja hasta el año 2020, más una perpetuidad a partir del año 2021.

Para el cálculo de la tasa de descuento (Costo de oportunidad de la empresa) hemos determinado una tasa libre de riesgo equivalente a un 1,85%, un premio por riesgo de mercado de un 6,76% y un beta de la empresa de 1,1317, obteniendo una tasa costo capital (WACC) de 8,164%.

Como resultado de lo anterior, obtuvimos una estimación del precio de la acción al 30 de Septiembre de 2015 de **\$9.093**, valor que al ser comparado con el precio de mercado se encuentra 11,5% por sobre el valor real a la misma fecha (**\$7.675**), al respecto podemos señalar referente a esta estimación, que dentro de la metodología aplicada existen una variedad de supuestos implícitos como ingresos, estabilidad en los costos de venta, en inversiones, estructura de capital objetivo, entre otros, que podrían hacer debatible el valor obtenido.

1. Metodología: Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maqueira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

Kp= rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos⁵:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente

⁵ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

2. Descripción de la empresa

Compañía Cervecerías Unidas S.A. es una empresa diversificada de bebidas, con operaciones principalmente en Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay, Colombia y Bolivia. CCU es el primer actor del mercado chileno en cervezas y el segundo cervecero en Argentina. Además es el segundo productor de gaseosas y el mayor embotellador de agua mineral y néctares en Chile. Asimismo, es el segundo productor de vinos chilenos, el mayor productor y distribuidor de pisco en Chile. Un actor relevante en el negocio de la sidra en Argentina y en el de los confites en Chile.

En 2012 CCU ingresó a Uruguay, un mercado en que la Compañía comercializa las categorías de gaseosas, aguas minerales y cervezas. El 2013 ingresó a un cuarto mercado, Paraguay, donde comercializa y vende bebidas con y sin alcohol, tales como gaseosas, jugos, aguas y distribuye cervezas. A principios del 2014 ingresó a Bolivia, donde participa en la producción, comercialización y venta multicategoría, de cervezas y bebidas no alcohólicas. Y a fines del 2014 ingresa a Colombia -a través de una operación conjunta- con Postobón, para elaborar, comercializar y distribuir cervezas y bebidas no alcohólicas en base a malta. Esta operación considera la creación de la empresa Central Cervecera de Colombia S.A.S.

En busca de mayor foco y excelencia en su gestión, y con el objetivo de seguir fortaleciendo el liderazgo en el mercado, CCU cuenta con una estructura integrada por Segmentos de operación, compuestos por Chile, Río de la Plata, Vinos y Otros (Soportes Corporativos y otros Negocios).

El Segmento de operación Chile, incluye la comercialización en Chile de Cervezas, Bebidas sin alcohol y Licores, y se encuentran las filiales: Cervecería CCU, Embotelladoras Chilenas Unidas S.A., Compañía Pisquera de Chile S.A., Cía. Cervecera Kunstmann S.A. y Aguas CCU-Nestlé Chile S.A.

El Segmento de operación Río de la Plata abarca la comercialización de Cervezas, Bebidas sin alcohol y Licores en Argentina, Uruguay y Paraguay. En este segmento se encuentran las filiales: CCU Argentina S.A., CCU en Uruguay (Milotur S.A., Marzurel S.A. y Coralina S.A.) y CCU en Paraguay (Bebidas del Paraguay S.A.).

En el Segmento de operación Vinos, la filial Viña San Pedro Tarapacá S.A. comercializa vinos, principalmente en el mercado de exportación, cubriendo más de 80 países.

En Otros (Soportes Corporativos y otros Negocios), se encuentran las Unidades de Apoyo Corporativo (UAC), como Contraloría, Administración y Finanzas, Desarrollo e Investigación de Mercado, Recursos Humanos, Asuntos Legales y Asuntos Corporativos. Además reúne los servicios estratégicos especializados en la venta, logística y distribución de los productos de CCU en todo Chile y la producción de envases. En este segmento se encuentran las filiales: Transportes CCU Ltda., Comercial CCU S.A., CRECCU S.A. y Fábrica de Envases Plásticos (PLASCO S.A.). Y por otro lado, considera las participaciones en negocios conjuntos como CCU en Bolivia (Bebidas Bolivianas S.A.), Foods Compañía de Alimentos CCU S.A. y Cervecera Austral S.A.

3. Filiales CCU

Nombre	Aguas CCU-Nestlé Chile S.A.
Descripción	El objeto de la sociedad es la producción, envasado, distribución, comercialización y venta en todo Chile de aguas minerales y de aguas envasadas purificadas o no purificadas, ambas con o sin sabor y/o con o sin gas, transparentes y sin color, envasadas para su consumo directo, tanto nacionales como importadas.
Participación (%)	50,1000%

Nombre	CCU Inversiones S.A. (CCU Inversiones)
Descripción	El objeto de la sociedad es: (i) la inversión en sociedades dedicadas a: la elaboración, envase, compra, venta, distribución, importación, exportación y comercialización de toda clase de bebidas alcohólicas, analcohólicas, aguas minerales, jugos, néctares, concentrados, así como toda clase alimentos, de las materias primas necesarias para su elaboración, de envases de todo tipo y de otros bienes corporales muebles que digan relación con la industria de las bebidas y alimentos; la prestación de servicios de venta, comercialización, distribución, transporte y bodegaje; servicios de asesoría y administración en materia de otorgamiento de créditos, recaudación, pago, cobranza y demás funciones de tesorería y caja; servicios de instalación, mantención y reparación de máquinas conservadoras, enfriadoras y/o expendedoras de bebidas alcohólicas, analcohólicas y alimentos en general; (ii) la inversión, compra, venta, arrendamiento y en general la adquisición y enajenación de bienes raíces corporales e incorporales así como la realización de toda clase de negocios inmobiliarios; (iii) la inversión, compra, venta, arrendamiento, y en general la adquisición y venta de bienes muebles, tanto corporales como incorporales, incluyendo acciones, opciones de compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas o derechos en sociedades y otros valores mobiliarios, instrumentos financieros y efectos de comercio en general, como asimismo de marcas comerciales y demás privilegios y/o derechos de propiedad industrial; y (iv) la celebración de cualquier otro acto o contrato concerniente a las actividades propias del negocio
Participación (%)	99,9737%

Nombre	CCU Inversiones II Ltda. (CCU Inversiones II Ltda. y CCU Inversiones II)
Descripción	El objeto de la sociedad es efectuar toda clase de inversiones en el exterior, en cualquier tipo de bienes, instrumentos financieros y efectos de comercio y, en particular, en acciones o derechos sociales de compañías constituidas en el exterior, todo ello a fin de percibir los frutos o rentas originados por éstas, liquidar y enajenar las inversiones antes indicadas, además de comprar y vender toda clase de valores y efectos de comercio emitidos en el extranjero, entendiéndose por tales, entre otros, acciones de entidades extranjeras transadas en bolsas de valores en el exterior, bonos emitidos y transados en el extranjero y cualquier otra clase de

	<p>valores transados en bolsas de valores extranjeras; y iv) realizar cualquier otra actividad acordada por las socias y que conduzca a los fines anteriormente señalados.</p> <p>La sociedad desarrolla actividades de inversión en el exterior, en particular, en acciones y/o derechos sociales de compañías constituidas en el extranjero.</p>
Participación (%)	100%
Nombre	Cervecera CCU Chile Limitada (Cervecera CCU Chile Ltda., Cervecería CCU Ltda., Cervecería CCU, Cervecera CCU, Cervecera CCU Chile)
Descripción	El objeto principal de la sociedad es la elaboración, envasado, compra, venta, importación y exportación de todo tipo de bebidas alcohólicas y analcohólicas en general, aguas minerales, néctares, jugos, concentrados, artículos de plástico y sus derivados, materias primas, productos elaborados, partes, piezas, envases de todo tipo y de otros bienes corporales muebles que digan relación con la industria de las bebidas en general y del plástico; la elaboración, comercialización, importación y exportación de alimentos de cualquier clase u origen.
Participación (%)	100%

Nombre	Cervecería Belga de la Patagonia S.A.
Descripción	<p>El objeto social es la producción, compra, venta, distribución, importación, exportación y comercialización en cualquier forma, por cuenta propia o de terceros, de toda clase de cervezas y de los insumos, máquinas, materias primas y productos destinados a fabricarlas, producirlas, conservarlas y transportarlas, como también todas las actividades relacionadas directa o indirectamente con las indicadas y que aprueben los accionistas.</p> <p>Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado y comercialización de cerveza artesanal bajo la marca D´Olbek.</p>
Participación (%)	51,0061%

Nombre	Comercial CCU S.A. (Comercial CCU)
Descripción	El objeto de la compañía es la producción, compra, venta, distribución, importación, exportación y comercialización de bebidas alcohólicas y analcohólicas en general y de toda clase de alimentos, de las materias primas necesarias para su elaboración, de envases de todo tipo y de

	otros bienes corporales muebles que digan relación con la industria de las bebidas y alimentos; así como la realización de inversiones en sociedades dedicadas al objeto antes señalado. La realización de publicidad y propaganda comercial, por cuenta propia o ajena, por sí o a través de terceros, de los bienes referidos precedentemente; (iv) La representación de empresas nacionales o extranjeras, en todo tipo de negocios relacionados con el giro social.
Participación (%)	100%

Nombre	Comercial Patagonia Limitada
Descripción	El objeto principal de la sociedad es la compra, venta, adquisición, enajenación, importación, exportación, comercialización y distribución en cualquier forma de bebidas alcohólicas, analcohólicas y productos afines.
Participación (%)	99%

Nombre	Compañía Pisquera de Chile S.A. (CPCH S.A.)
Descripción	El objeto de la sociedad es la producción, compra, venta, distribución, importación, exportación y comercialización de bebidas alcohólicas y analcohólicas, especialmente pisco, y las materias primas necesarias para su elaboración, de envases de todo tipo y de otros bienes muebles, materiales e inmateriales, que digan relación con la industria de bebidas alcohólicas y analcohólicas, así como la realización de inversiones en sociedades dedicadas al objeto antes señalado, siempre que tales inversiones no se efectúen en sociedades o personas jurídicas de otra naturaleza relacionadas a alguno de los accionistas; y, en general, la sociedad podrá realizar todos los actos y celebrar todos los contratos que sean necesarios o conducentes a la realización del objeto social previsto. Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado y comercialización de pisco y licores bajo marcas propias.
Participación (%)	80%

Nombre	CRECCU S.A.
Descripción	El objeto de la sociedad es el desarrollo e implementación de sistemas de financiamiento y crédito bajo cualquier modalidad autorizada por la ley; el otorgamiento de financiamiento a terceros, con recursos propios, mediante la celebración de toda clase de operaciones de crédito de dinero; la emisión de tarjetas de crédito utilizables en la adquisición de bienes y en el pago de servicios vendidos o prestados por entidades relacionadas de la sociedad y/o de su matriz Compañía Cervecerías Unidas S.A.; la administración y operación, por sí o a través de terceros, de toda clase de sistemas de financiamiento permitidos por la ley, incluidas las tarjetas de crédito, con el propósito de poner a disposición de terceros un medio de financiar la adquisición de bienes y contratación de servicios de empresas relacionadas de la sociedad y/o de su matriz Compañía Cervecerías Unidas S.A.; la prestación de servicios y asesorías en materias de evaluación de riesgo, control de créditos y constitución de garantías de cualquier clase, sea que ello se verifique directamente por la sociedad o mediante la subcontratación de dichos servicios o asesorías; la gestión de cobranza a terceros sea ésta de carácter judicial o extrajudicial, su administración y control, sea que ello se verifique directamente por la sociedad o mediante la subcontratación de personas o empresas especializadas; la prestación de toda clase de servicios financieros a terceros en conformidad a la ley; la inversión en acciones, derechos sociales, bonos, debentures, certificados de depósitos, toda clase de valores mobiliarios, efectos de comercio e instrumentos financieros de cualquiera especie; y, en general, cualquier otra actividad civil o comercial que se relacione directa o indirectamente con el objeto señalado precedentemente y que acuerden los accionistas.
Participación (%)	100%

Nombre	Embotelladoras Chilenas Unidas S.A (ECUSA, ECCU, Embotelladora CCU y Embotelladora CCU S.A.)
Descripción	El objeto principal de la sociedad es la elaboración, envase, compra, venta, distribución, importación y exportación de toda clase de bebidas alcohólicas, analcohólicas, aguas minerales, jugos, néctares, concentrados, mermeladas, así como toda clase de productos y artículos alimenticios, ya sea por cuenta propia y/o ajena, y tomar representaciones

	nacionales y/o extranjeras.
Participación (%)	99,944%

Nombre	Fábrica de Envases Plásticos S.A. (PLASCO S.A. o PLASCO)
Descripción	El objeto principal de la sociedad es la fabricación, elaboración, producción, importación, compra, exportación, venta, distribución y comercialización de todo tipo de productos de plástico y sus derivados, materias primas, artículos, mercaderías, productos, implementos, partes, piezas, envases, y otros bienes corporales muebles que digan relación con la industria del plástico.
Participación (%)	100%

Nombre	Inversiones INVEX CCU Dos Limitada
Descripción	Esta sociedad realiza inversiones en el exterior, en particular, en acciones o derechos sociales de compañías constituidas en el extranjero.
Participación (%)	100%

Nombre	Inversiones INVEX CCU Limitada
Descripción	Esta sociedad realiza inversiones civiles pasivas en el exterior, en particular, en acciones o derechos sociales de compañías constituidas en el extranjero.
Participación (%)	100%

Nombre	Inversiones INVEX Tres CCU Limitada
Descripción	El objeto de la sociedad es la realización de inversiones en toda clase de bienes muebles e inmuebles, corporales o incorporales, tales como valores mobiliarios, derechos en sociedades y cualquier clase de títulos, incluyendo asimismo el efectuar inversiones para formar, integrar o participar en todo tipo de sociedades o empresas, nacionales o extranjeras, todo ello a fin de percibir las rentas originados por éstas.
Participación (%)	100%

Nombre	Manantial S.A.
Descripción	Esta sociedad desarrolla el negocio de venta y distribución a clientes de aguas purificadas en botellones sobre dispensadores en el segmento home and office (HOD).
Participación (%)	100%

Nombre	Millahue
Descripción	Esta filial desarrolla actividades de inversión en toda clase de bienes muebles e inmuebles, corporales o incorporeales.
Participación (%)	100%

Nombre	New ECUSA S.A.
Descripción	Esta sociedad desarrolla el negocio de la explotación, a través de terceros, de licencias de marcas comerciales otorgadas por su coligada Promarca S.A.
Participación (%)	100%

Nombre	Transportes CCU Limitada
Descripción	Esta filial es la encargada de administrar los servicios y logística de transporte y distribución a las diversas Unidades Estratégicas de Negocios (UENs).
Participación (%)	100%

Nombre	Vending y Servicios CCU Limitada
Descripción	El objeto de la sociedad es la comercialización al por menor de bebidas analcohólicas en general y de mercaderías, entre otras formas, a través de la utilización de máquinas automáticas de expendio directo al público; la mantención, reparación, arriendo, subarriendo y entrega en comodato de toda clase de equipos y máquinas expendedoras a industrias, oficinas y a personas naturales o jurídicas; el arrendamiento, subarrendamiento y explotación, por cuenta propia o ajena, de espacios publicitarios y la prestación de servicios de publicidad en general; y la realización de todo tipo de negocios o actividades que se relacionen directa o indirectamente con el objeto social y que acuerden los socios.
Participación (%)	100%

Nombre	Viña Altair S.A.
Descripción	Esta sociedad desarrolla actividades de adquisición y desarrollo de marcas comerciales y la explotación de las mismas a través del otorgamiento de licencias a su matriz (Viña San Pedro Tarapacá S.A.).
Participación (%)	100%

Nombre	Viña del Mar de Casablanca S.A.
Descripción	La sociedad tiene por objeto la plantación y explotación de viñas, la elaboración, comercialización, transporte, importación y exportación de vinos y licores por cuenta propia o ajena, la explotación agrícola y ganadera y la prestación de servicios relacionados. Esta sociedad desarrolla actividades de adquisición y desarrollo de marcas comerciales y la explotación de las mismas a través del otorgamiento de licencias a su matriz (Viña San Pedro Tarapacá S.A.).
Participación (%)	100%

Nombre	Viñas Orgánicas SPT S.A.
Descripción	La sociedad tiene por objeto la producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación por cuenta propia o ajena, de toda clase de productos agrícolas, en especial de los vitivinícolas.
Participación (%)	100%

Nombre	Viña San Pedro Tarapacá S.A.
Descripción	Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado, venta, distribución promoción y comercialización de vinos, espumantes y coolers bajo marcas propias o licenciadas para el mercado doméstico y exportaciones.
Participación (%)	64,7153%
Nombre	Viña Santa Elena S.A.
Descripción	Esta sociedad desarrolla actividades de adquisición y desarrollo de marcas comerciales y la explotación de las mismas a través del otorgamiento de licencias a su matriz (Viña San Pedro Tarapacá S.A.).
Participación (%)	100%

Nombre	Viña Valles de Chile S.A.
Descripción	Esta sociedad desarrolla actividades de adquisición y desarrollo de marcas comerciales y la explotación de las mismas a través del otorgamiento de licencias a su matriz (Viña San Pedro Tarapacá S.A.).
Participación (%)	100%

Nombre	Andina Desarrollo S.A.
Descripción	El objeto de la sociedad es realizar por cuenta propia y/o de terceros o

	asociada a terceros, la compra y venta, importación y exportación, distribuciones de maquinarias, rodadas, automotoras, repuestas, accesorias y herramientas, ejercer representaciones, comisiones, consignaciones y mandatos. La fabricación de repuestos, accesorios y herramientas para automotores, rodados y maquinarias.
Participación (%)	59,2%

Nombre	Andrimar S.A.
Descripción	La sociedad desarrolla actividades de inversión en bienes inmuebles en los cuales se asienta la actividad de Miltotur S.A.
Participación (%)	100%

Nombre	Bebidas del Paraguay S.A.
Descripción	La actividad principal de esta sociedad es la elaboración y distribución de bebidas con y sin alcohol.
Participación (%)	50,005%

Nombre	CCU Cayman Limited
Descripción	Esta filial desarrolla actividades de inversión de carácter financiero y, en especial, en acciones y derechos sociales.
Participación (%)	100%

Nombre	CCU Investment Limited
Descripción	Esta filial desarrolla actividades de inversión de carácter financiero y, en especial, en acciones y derechos sociales.
Participación (%)	100%

Nombre	Compañía Cervecerías Unidas Argentina S.A.
Descripción	La sociedad desarrolla actividades de inversión en acciones y derechos sociales (Compañía Industrial Cervecera S.A., Doña Aida S.A. y Don Enrique Pedro S.A.)
Participación (%)	100%

Nombre	Compañía Industrial Cervecera S.A.
Descripción	La sociedad desarrolla actividades de elaboración y comercialización de cervezas, bebidas malteadas y malta.

Participación (%)	99,7047%
--------------------------	----------

Nombre	CORALINA S.A.
Descripción	La sociedad desarrolla actividades de inversión en inmuebles en los cuales se asienta la actividad de Milotur S.A.
Participación (%)	100%

Nombre	Doña Aida S.A.
Descripción	La sociedad desarrolla actividades de inversión en acciones y/o derechos sociales (Sáenz Briones y Cía. S.A.I.C.)
Participación (%)	100%

Nombre	Don Enrique Pedro S.A.
Descripción	La sociedad desarrolla actividades de inversión en acciones (Sidra La Victoria S.A.).
Participación (%)	100%

Nombre	Finca Eugenio Bustos S.A.
Descripción	Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado, venta, promoción y comercialización de vinos argentinos bajo marcas propias para el mercado doméstico y exportaciones.
Participación (%)	100%

Nombre	Finca La Celia S.A.
Descripción	Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado, venta, promoción y comercialización de vinos argentinos bajo marcas propias o por medio de contratos de licencia o distribución para el mercado doméstico y exportaciones
Participación (%)	100%

Nombre	Marzurel S.A.
Descripción	La sociedad es titular de las marcas registradas para la comercialización de los productos de Milotur S.A.
Participación (%)	100%

Nombre	Milotur S.A.
---------------	--------------

Descripción	La sociedad desarrolla actividades de extracción, envasado y comercialización de agua mineral y otras bebidas no alcohólicas elaboradas a partir del agua extraída.
Participación (%)	100%

Nombre	Sáenz Briones y Cía S.A.I.C.
Descripción	Esta sociedad elabora y comercializa sidras y otras bebidas alcohólicas fermentadas a partir de fruta.
Participación (%)	83,6033

Nombre	Saint Joseph Investments Limited
Descripción	Esta filial desarrolla actividades de inversión de carácter financiero.
Participación (%)	100%

Nombre	Sidra y Victoria S.A.
Descripción	Esta sociedad elabora y comercializa sidras y otras bebidas alcohólicas fermentadas a partir de fruta.
Participación (%)	99,968%

Nombre	Southern Breweries Establishment
Descripción	Esta filial desarrolla actividades de inversión de carácter financiero.
Participación (%)	100%

Nombre	South Investement Limited
Descripción	Esta filial desarrolla actividades de inversión de carácter financiero.
Participación (%)	100%

Nombre	VSPT Limited
Descripción	La Sociedad tiene por objeto la venta, distribución, importación y exportación, por cuenta propia o en representación de terceros, de bebidas alcohólicas.
Participación (%)	100%

Nombre	Alimentos Nutrabien S.A.
Descripción	Esta sociedad desarrolla la producción y comercialización de alimentos bajo la marca Nutrabien.
Participación (%)	50%

Nombre	Bebidas CCU-PEPSICO SpA
Descripción	El objetivo principal de la sociedad es la fabricación, producción, elaboración, transformación, distribución, transporte, importación, exportación, compra, venta, y comercialización en general, en cualquier forma y a cualquier título, de todo tipo de concentrados y jarabes utilizados para la elaboración de bebidas de fantasía a base de agua carbonatada, y de materias primas o semielaboradas relacionadas con los productos recién descrito.
Participación (%)	50%

Nombre	Cervecería Austral S.A.
Descripción	Esta sociedad elabora, envasa y comercializa cervezas bajo la marca Austral e Imperial.
Participación (%)	50%

Nombre	Compañía Pisquera Bauzá S.A.
Descripción	El objeto de la sociedad es la administración y explotación, en Chile, de derechos de propiedad industrial o intelectual relativos a la propiedad de la marca Bauzá en la clase treinta y dos y treinta y tres del Clasificador Internacional de Marcas de Niza.
Participación (%)	49%

Nombre	Foods Compañía de Alimentos CCUS S.A.
Descripción	Esta sociedad desarrolla actividades de fabricación, producción, comercialización, importación, exportación, distribución y/o representación de todo tipo de productos alimenticios, tales como confites, chocolates, galletas y snacks.
Participación (%)	50%

Nombre	Promarca S.A.
Descripción	La adquisición y desarrollo de marcas comerciales y la explotación de las

	mismas a través del otorgamiento de licencias a sus accionistas (marcas Watt´s).
Participación (%)	50%

Nombre	Bebidas Bolivianas BBO S.A.
Descripción	Esta sociedad desarrolla el negocio de la producción y comercialización de bebidas alcohólicas y analcohólicas en Bolivia.
Participación (%)	34%

Nombre	Central Cervecera de Colombia S.A.S
Descripción	Esta sociedad desarrolla el negocio de la producción y comercialización de bebidas alcohólicas y analcohólicas en Colombia.
Participación (%)	50%

Nombre	Distribuidora del Paraguay S.A.
Descripción	Esta sociedad desarrolla el negocio de la distribución de bebidas gaseosas, cervezas, energizantes, cañas y aguas.
Participación (%)	49,959%

Nombre	Los Huemules S.R.L.
Descripción	La sociedad tiene por objeto dedicarse por cuenta propia o ajena, o asociada a terceros, dentro o fuera del país, a la explotación de restaurantes, bares, cafeterías y venta de toda clase de alimentos y bebidas elaborados en dichos establecimientos, la importación y exportación de bienes relacionados con la gastronomía, y la realización de cualquier actividad conexas, derivada o análoga que directamente se vincule a ese objeto, incluyendo el arrendamiento de restaurantes, bares, cafeterías. Para la realización del objeto social, la sociedad tiene plena capacidad jurídica para realizar toda clase de actos, contratos y operaciones autorizadas por las leyes, sin restricción alguna, ya sean de naturaleza civil, comercial, administrativa, judicial o de cualquier otra, que se relacionen directa o indirectamente con el objeto social.
Participación (%)	49%

4. Descripción de la Industria

La industria cervecera, se encuentra consolidada en tres grandes compañías a nivel mundial, ABInbev (20,8%), SAB Miller (9,7%) y Heineken (9,1%) dominan el 39,6% del volumen total de cervezas. Al 30 de septiembre de 2015 se especulaba de una fusión entre estas dos primeras.

América Latina es el principal mercado cervecero del mundo con un 29% de consumo a nivel mundial, en este sentido, las compañías que tienen un mayor protagonismo en volúmenes de venta son Compañía de Cervecerías Unidas S.A. (CCU) y Andina, esta última dedicada exclusivamente a la venta de bebidas no alcohólicas cuyo competidor directo es ECUSA S.A. perteneciente también al holding CCU.

En nuestro país, estudios indican que actualmente el consumo per cápita de cerveza al año, es de 40,5 litros, versus los menos de 30 litros del 2005. En tanto, el dato actualizado, junto con una proyección de lo que queda del ejercicio, apunta a que el tamaño del mercado este año será aproximadamente de 720 millones de litros, en comparación con los 696 millones de litros de hace un par de años.

Con todo, en los últimos años el consumo de cerveza en Chile tuvo un aumento de 6% en volumen. Entre los cambios del mercado, las importaciones son el motor del crecimiento del mercado cervecero en Chile, donde Corona ha tenido importante 40% de crecimiento en su volumen de ventas, con lo que se ha posicionado como la cerveza número cuatro del país (Cristal ocupa el número uno; Escudo el número dos y Becker el número tres).

Si bien, la desaceleración ha impactado la actividad en diversos ámbitos, hay sectores más resistentes a esa realidad como es el caso de la industria cervecera, pues pese a lo anterior, presenta un crecimiento en torno al 4% en el último año, según cifras de Nielsen entregadas por la Asociación de Productores de Cerveza de Chile A.G. (Acechi).

Lo anterior, ubica al sector entre las industrias de alcohol que registraron un mayor crecimiento durante el período. El producto cervecero con mayor dinamismo es el premium, que está aumentando alrededor de 10%.

Una variable que ha incidido en el crecimiento de esta industria es el clima, en donde según ejecutivos de CCU. Señalan que al existir temperaturas por sobre los promedios históricos y la disminución del agua caída, influye directamente en el aumento del consumo de cervezas.

Otros factores que influyen son las ocasiones e instancias especiales que hacen aumentar el consumo de cervezas, como la Copa América, como una tendencia a consumir menos alcohol, elemento que está beneficiando a la cerveza por ser un producto de baja graduación alcohólica.

De acuerdo a su política de expansión y diversificación de mercados, CCU ha consolidado su presencia en los países donde realiza operaciones productivas y comerciales.

En todos los mercados en los que se participa, la política global de la Compañía consiste en trabajar para optimizar la calidad de sus productos y procesos de elaboración; junto con ello mantiene una atención directa y personalizada con sus clientes, principalmente a través de personal local.

La comercialización de sus productos está dirigida básicamente al comercio minorista, integrado por supermercados, restaurantes, botillerías, fuentes de soda y otros. De esta forma, CCU atiende a través de sus filiales alrededor de 116.606 clientes en Chile. Sus principales clientes son las cadenas de supermercados **Walmart, Cencosud y Rendic Hrns. (Unimarc)**.

CCU ha estimado históricamente sus Participaciones de Mercado en Chile y Argentina utilizando distintas fuentes de información, dependiendo de la categoría que se trate. De esta manera, las fuentes con sus categorías respectivas eran:

1. Nielsen (Retail Index): Gaseosas, Aguas, Néctares, Vinos Domésticos en Chile y Sidras en Argentina -Pisco y Ron se publican Estimaciones Internas en la Memoria Anual
2. Estimaciones Internas: Cervezas en Chile, Cervezas en Argentina, y como referencia para Gaseosas, Aguas y Pisco
3. Asociación de Exportadores: Vinos de Exportación.

Participación de Mercado	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total (1)	25,00%	25,20%	25,60%	25,80%	27,20%	27,40%	27,50%	27,90%	28,10%	29,90%	30,70%
Chile (2)	35,80%	36,50%	36,70%	37,00%	37,20%	37,80%	37,50%	37,80%	37,80%	39,60%	40,80%
Rio de la Plata (3)	11,20%	11,70%	12,10%	12,70%	16,50%	16,10%	16,30%	16,80%	15,90%	17,20%	17,30%
Vinos (4)	17,10%	15,60%	14,30%	13,90%	13,30%	15,90%	16,50%	16,00%	17,30%	17,60%	18,50%

1) Promedio ponderado de todas las categorías en donde CCU participa basados en las más recientes estimaciones internas de los tamaños de mercado. Fuente de Market share: Nielsen para Chile, Vinos Domésticos y Argentina, ID Retail para Uruguay y Asociación de Viñas de Chile para Vinos de Exportación. Actualizados anualmente.

(2) Excluye HOD

(3) Incluye Cervezas y Sidras (desde 2011) en Argentina, Bebidas carbonatadas y Aguas minerales en Uruguay.

(4) Incluye Vinos domésticos en Chile y Exportación. Tamaño de mercado para 2014 basado en estimaciones internas. Excluye vino granel.

Es del caso señalar que tanto dentro como fuera de nuestro país existen otros participantes de la industria. A saber:

Mercado Latinoamericano	Mercado Internacional
Coca-Cola Andina	Anheuser-Busch InBev
Embonor	Heineken
Concha y Toro	Carlsberg
Coca-Cola Femsa	The Coca-Cola Company
Arca Continental	Coca-Cola Hellenic
AmBev	Coca-Cola Amatil
Modelo	Coca-Cola Icececk
CCU	SABMiller

5. Financiamiento de CCU

De acuerdo a indicado en la memoria de CCU, los préstamos y obligaciones financieras que devengan intereses, clasificados por tipo de obligación y por su clasificación son los siguientes:

	Observaciones
Bono	Serie E
Nemotécnico	BCERV-E
Fecha de Emisión	18 de Octubre de 2004
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	18 de Marzo 2024
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	4,0%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	40 pagos
Tabla de Pagos	Detalle en archivo Excel
Periodo de Gracia	N/A No tiene periodo de gracia
Motivo de la Emisión	Sustitución de Pasivos
Clasificación de Riesgo	Según ICR: AA+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,52% según memoria CCU (Ver memoria de cálculo BCERV-E)
Precio de venta el día de la emisión.	UF1.948.000
Valor de Mercado	El bono se transó bajo la par (97,4%)

	Observaciones
Bono	Serie H
Nemotécnico	BCERV-H
Fecha de Emisión	23 de Marzo de 2009
Valor Nominal (VN o D)	5.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	23 de Marzo 2029
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	4,25%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	40 pagos
Tabla de Pagos	Detalle en archivo Excel
Periodo de Gracia	10 años
Motivo de la Emisión	Sustitución de Pasivos
Clasificación de Riesgo	Según ICR: AA+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,18% según memoria CCU (Ver memoria de cálculo BCERV-H)
Precio de venta el día de la emisión.	UF 4.992.500
Valor de Mercado	El bono se transó bajo la par (99,85%)

6. Estimación de la Estructura de Capital de CCU

Para determinar la estructura de capital de CCU S.A., se debe determinar previamente la deuda financiera de la empresa, para ello, al analizar los Estado Financieros Consolidados de CCU con sus respectivas las notas explicativas adjuntas de los años 2011 al 2014 y al 30/09/2015 se determinó la siguiente estructura de deuda de la compañía:

Deuda Financiera de la Empresa (B)	Otros pasivos financieros Corrientes UF	Otros pasivos financieros No Corrientes UF	Deuda Financiera UF
2015 * UF	2.296.498	5.694.890	7.991.389
2014 UF	2.652.293	5.462.866	8.115.160
2013 UF	5.169.046	6.124.656	11.293.702
2012 UF	2.402.472	9.155.686	11.558.158
2011 Uf	3.947.863	7.668.216	11.616.079

*al 30 de Septiembre

7. Patrimonio Económico de la Empresa CCU

El patrimonio económico de CCU se construye teniendo como base la información registrada en la memoria de la compañía, específicamente con el volumen de acciones suscritas y pagadas a una fecha determinada, a lo anterior debemos agregar la información proveniente de la cotización bursátil de la acción a la misma fecha de análisis.

Patrimonio Económico	2015 (*)	2014	2013	2012	2011
Total de Acciones Suscritas y Pagadas (1)	318.503.872	318.503.872	318.503.872	318.503.872	318.503.872
Precio de la Acción en Pesos (2)	7.675	5.752	6.204	7.549	6.799
Patrimonio Económico (M\$)	2.444.612.769	1.831.875.020	1.975.966.172	2.404.385.730	2.165.635.227
Patrimonio Económico (UF)	96.446.261	74.384.520	84.770.634	105.267.372	97.139.693

*al 30 de Septiembre

(1) Antecedente extraído de la memoria de la compañía

(2) Antecedente extraído de Bolsa de Comercio de Santiago

8. Estructura de Capital de CCU

Recordando, la estructura de capital es la mezcla de deuda de largo plazo y de capital que la compañía usa para financiar sus operaciones, en este sentido existen dos puntos a analizar, por una parte la mezcla de deuda y capital contable óptima y por otra, las fuentes de financiamiento menos costosas para la empresa.

Para calcular la estructura de capital de CCU estimaremos cual es el porcentaje que el capital accionario y las deudas representan del valor total de la empresa en los últimos 5 años, calculando la estructura de capital como el promedio simple de los últimos 5 años:

Estructura de Capital	2015 *	2014	2013	2012	2011	Estructura Objetivo
B/V	12,62%	12,74%	17,98%	24,80%	24,92%	18,61%
P/V	87,38%	87,26%	82,02%	75,20%	75,08%	81,39%
B/P	14,44%	14,60%	21,92%	32,97%	33,18%	22,86%

9. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Al analizar la estructura de financiamiento de CCU podemos determinar que en términos generales la compañía presenta dos importantes fuentes, en primer lugar figura la emisión de bonos corporativos (2 vigentes al 30 de Septiembre de 2015), adicionalmente, la compañía tiene una segunda y también relevante fuente de financiamiento mediante la emisión de acciones, la suma de ambos componentes (Emisión de Bonos + Emisión de Acciones) el costo de capital de CCU. Asumiendo en el presente modelo de valoración de empresa, mediante la metodología de flujos de caja descontados, que el costo de capital será aquella tasa de descuento relevante al calcular el valor presente de los flujos futuros que generará la empresa en el periodo bajo análisis.

10. Estimación del Beta (β) de la Acción de CCU

Para calcular el beta (β) de CCU, se extrajo de la Bolsa de Santiago, los precios semanales históricos de la acción desde 1 Octubre de 2009 al 30 Septiembre de 2015, así como los precios

semanales del IGPA durante el mismo período, obteniendo en ambos casos los retornos semanales.

Mediante el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$) se utilizaron 104 retornos para realizar las regresiones y estimar el beta de la acción para los años 2011 al 2015 (al 30 de Septiembre de cada año), donde:

Rit : Retorno semanal del precio de la acción de CCU S.A.

Rm: Retorno semanal del mercado, utilizando el IGPA

Luego de la Bolsa de Comercio obtenemos la presencia bursátil de la acción de al cierre de cada año.

	2015 *	2014	2013	2012	2011
Beta de la Acción de CCU	1,09	0,93	0,75	0,76	1,04
P-Value (significancia)	0,000000	0,000001	0,000110	0,000002	0,000000
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%	100%

* Valores a Septiembre de 2015

Podemos observar que el 2011 y a Septiembre de 2015 el beta de CCU fue muy cercano a 1, eso quiere decir que la rentabilidad de la acción durante dichos periodos se comportó igual que la rentabilidad del IGPA, en equivalencia con el mercado. Por otra parte, durante el periodo 2012 - 2014 el beta fue inferior a 1, indicando que el activo financiero es de corte defensivo, presentando una menor variabilidad que el mercado.

Con los resultados obtenidos podemos concluir que el beta a utilizar para efectos de la presente evaluación es el resultante a partir de la regresión de 104 datos al 30 de Septiembre de 2015 (1,09). En términos estadísticos, el valor en cuestión tiene un nivel de significancia al 95% de confianza y con una presencia bursátil de la acción correspondiente al 100%.

11. Estimación de Costo de la Deuda (Kb)

El costo de la deuda utilizado corresponde a la última YTM registrada a septiembre del año 2015, del bono de más largo plazo mantenido por CCU, es decir, el Bono Serie H (emitido en marzo de 2009, colocación nacional, con fecha de vencimiento marzo de 2029), el cual tiene un rendimiento de 3,18%. (ver punto 6 Financiamiento de CCU)

12. Beta de la Deuda (β_b)

Con la información procesada obtendremos el beta de la deuda, para ello trabajaremos con el costo de la deuda determinado anteriormente, correspondiente a la YTM del Bono de Serie H e igual a 3,18%. Mediante CAPM tenemos que:

$$\begin{aligned}K_b &= r_f + [E(R_m) - r_f] \beta_b \\K_b &= r_f + [PRM] \beta_b \\3,18\% &= 1,85\% + [6,76\%] \times \beta_b \\ \beta_b &= 0,1967\end{aligned}$$

13. Beta de la Acción con Deuda ($\beta_p^{C/D}$)

De acuerdo a lo definido en el punto 12, el beta de la acción con deuda ($\beta_p^{C/D}$), a utilizar para realizar los cálculos posteriores, será el obtenido mediante la regresión de 104 datos al 30 de septiembre de 2015. A saber:

	2015 *
Beta de la Acción de CCU	1,09
P-Value (significancia)	0,000000
Presencia Bursátil	100%

* Valores al 30 de septiembre de 2015

14. Beta Patrimonial sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Con el dato ingresado en el punto 14, debemos “desapalancar” de acuerdo a la estructura de capital de la empresa determinado al 30 de Septiembre de 2015, sin embargo como los datos fueron obtenidos con antecedentes provenientes de los años 2014 – 2015, obtendremos un promedio entre ambas estructuras (ver punto 9), donde para el año 2015 tenemos una estructura de capital de 14,44% y para el año 2014 la estructura de capital es de 14,06%, el promedio de las estructuras de capital que usaremos para “desapalancar” el beta obtenido será de un 14,52%;

Como se puede apreciar $\beta_d > 0$ y $k_b > r_f$ (3,18% > 1,85%), significando que la deuda de CCU S.A es riesgosa, por lo que bajo alguna condición de mercado, no sería posible que la compañía

pudiese dar cumplimiento a sus obligaciones. Por lo anterior, utilizaremos la fórmula de RUBINSTEIN para calcular el beta (β) patrimonial sin deuda, usando la estructura de impuestos vigente para el año 2015 (21%):

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

$$1,09 = \beta_p^{S/D} \times [1 + (1 - 0,21) \times 0,1452] - (1 - 0,21) \times 0,1967 \times 0,1452$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,998$$

En conclusión, el beta patrimonial sin deuda obtenido es de 0,998.

15. Beta Patrimonial con Deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Con los datos determinados, apalancaremos el beta patrimonial sin deuda (ver punto 15) con la estructura de capital objetivo de la empresa determinado en el punto 9, para eso tenemos que:

Estructura de Capital	Estructura Objetivo
B/V	18,61%
P/V	81,39%
B/P	22,87%

Para apalancar el beta patrimonial a la estructura de capital objetiva, usaremos la tasa de impuestos corporativos de largo plazo, siendo consistente con la estructura de capital de largo plazo (27%), de acuerdo a lo anterior tendremos que:

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,998 \times [1 + (1 - 0,27) \times 0,2287] - (1 - 0,27) \times 0,1967 \times 0,2287$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,1317$$

16. Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM estimaremos la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetivo de la empresa.

$$\begin{aligned}K_p &= r_f + [E(r_m) - r_f] \beta_p^{C/D} \\K_p &= r_f + [PRM] \beta_p^{C/D} \\K_p &= 1,85\% + [6,76\%] \times 1,1317 \\K_p &= 9,5\%\end{aligned}$$

Dado lo anterior, el Costo Patrimonial de CCU es de un 9,5%.

17. Costo de Capital (k_0)

Finalmente, utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) para estimar el costo de capital para CCU S.A, tenemos:

$$\begin{aligned}K_0 &= K_p \frac{P}{V} + K_b (1 - t_c) \frac{B}{V} \\K_0 &= 9,5\% \times 0,8139 + 3,18\% (1 - 27\%) \times 0,1861 \\K_0 &= 8,164\%\end{aligned}$$

18. Análisis Operacional del Negocio e Industria

A objeto de proyectar las perspectivas de crecimiento de CCU para el periodo 2015-2019, previamente analizaremos los márgenes que la compañía presenta respecto de sus ingresos para posteriormente ver el crecimiento de las ventas reales de la compañía durante los periodos 2011 a Septiembre de 2015, contrastándolas con las tasas de crecimiento reales de la industria.

Detalle	2015 (*)	2014	2013	2012	2011
Margen Bruto	53,97%	53,42%	55,17%	54,16%	53,81%
Gastos de Administración a Ingresos	8,71%	8,48%	7,79%	7,94%	7,95%
Costos de distribución a Ingresos	18,66%	18,56%	18,52%	17,35%	15,48%

(*) Datos al 30 de septiembre de 2015

Al observar los Estados de Resultados entre 2011 a Septiembre de 2015, se aprecia una estabilidad en el margen bruto que CCU tiene en sus líneas de negocio destinadas a clientes domésticos y exportación, con un 53,81% en el 2011 respecto de un 53,97% a Septiembre de 2015. Asimismo, se aprecia un leve crecimiento en la relación de los Gastos de Administración respecto de los Ingresos, pasando de un 7,95% en el año 2011 a un 8,71% a Septiembre de 2015. Ahora bien, significativamente en los últimos 5 años la mayor variación se presenta en la relación de Costos de Distribución respecto de los Ingresos pasando de un 15,48% el 2011 a un 18,66% a Septiembre de 2015 explicado principalmente por un incremento de un 254,78% en los costos de distribución entre el 2011 y Septiembre de 2015.

19. Tasa de Crecimiento Reales de las Ventas de la Empresa

Ahora bien, a objeto de efectuar el análisis histórico de los ingresos de CCU S.A. procederemos a analizar cada uno de los segmentos que la compañía ha definido a Septiembre de 2015, a saber:

- ✓ Chile: Incluye Cervezas Chile, Bebidas sin alcohol y Licores que representa cerca del 60% de los ingresos de la compañía.
- ✓ Río de la Plata: Contiene CCU Argentina, Uruguay, y desde diciembre 2013, Paraguay. Que explica el 33% de los ingresos de la compañía.
- ✓ Vinos: Supone Domésticos, Exportación desde Chile y Argentina. Equivalente al 7% de los ingresos de CCU.

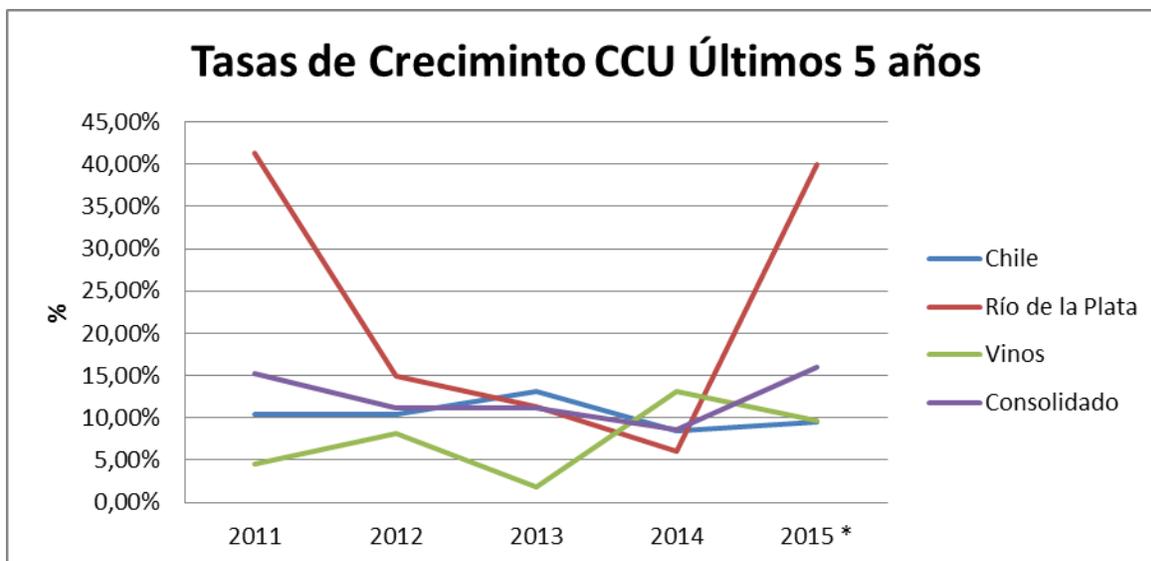
Tasas de Crecimiento	2011	2012	2013	2014	2015 *	Promedio
Chile	10,42%	10,46%	13,11%	8,51%	9,57%	10,41%
Río de la Plata	41,28%	14,90%	11,27%	6,10%	39,92%	22,69%
Vinos	4,58%	8,10%	1,80%	13,20%	9,65%	7,47%
Consolidado	15,22%	11,13%	11,11%	8,54%	15,96%	12,39%

(*) La tasa de crecimiento de 2015 se encuentra calculada considerando Septiembre 2014 y Septiembre 2015

De la tabla anterior podemos señalar que el crecimiento se mantiene estable en los últimos 5 años en torno al 12,39% teniendo crecimiento permanente en los 5 años en todas las unidades de negocio. Destaca el año 2014 donde se presentó un bajo crecimiento consolidado de un 8,54% explicado por la importante caída en el crecimiento de Río de la Plata de un 11,2% a un 6,10%, situación que estaría siendo revertida a Septiembre del año 2015, la situación del año 2014 se explica principalmente porque Argentina debió enfrentar condiciones internas negativas, como la disminución del consumo privado, alta inflación y una fuerte devaluación de la moneda. La disminución del consumo privado afectó los volúmenes, mientras que el alza de precios no fue suficiente para compensar el aumento en los costos debido a la presión inflacionaria y a la devaluación de la moneda.

Respecto de la situación generada en Chile en donde durante el año 2014 el crecimiento decayó de un 13,11% a un 8,51%, la situación se vio afectada pese a una mayor inversión en marketing, y un trabajo en los puntos de venta, permitiendo aumentar la participación de mercado consolidada con respecto al año anterior, a pesar de los permanentes incrementos de precios realizados durante el año que afectaron la cantidad demandada.

Respecto al vino, podemos señalar que destaca el crecimiento del 10% en el año 2014, influenciados positivamente por un buen desempeño en el mercado doméstico, impulsados por un mejor mix de ventas, consolidando así su posición de liderazgo en valor de ventas, con una participación de mercado de 27,2% en 2014, un 1,3% más que en 2013. Por el lado de las exportaciones, los volúmenes totales de venta crecieron en un 3,8%, obteniendo mayores resultados al crecer a través de todas las marcas estratégicas para la compañía; viéndose los resultados positivamente influidos por la devaluación del peso chileno frente al dólar.



20. Tasa de Crecimiento Reales de la Industria 2011 a Diciembre de 2015

Para determinar el crecimiento real de la industria antes debemos proyectar el último trimestre de 2015, y luego considerar los crecimientos de empresas que pertenecen a la industria, en este caso Embonor S.A y Embotelladora Andina S.A tal como fue señalado en el punto 5 “Empresas Comparables con CCU S.A.”.

Producto que los antecedentes los tenemos solo hasta Septiembre de 2015, lo que haremos para proyectar Diciembre de 2015, será analizar la significancia histórica de cada una de las empresas en sus cuartos trimestres, proyectando luego los ingresos a modo de considerar en nuestros análisis una posible estacionalidad en sus ventas en dichos periodos:

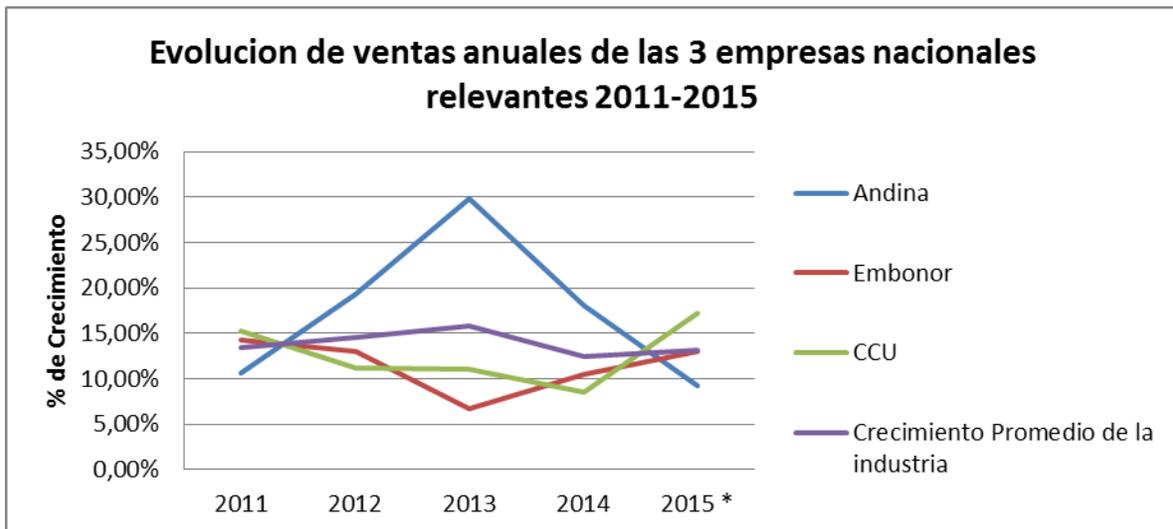
	4 Trimestre 2011	4 Trimestre 2012	4 Trimestre 2013	4 Trimestre 2014	Promedio
Andina	29,98%	34,44%	31,25%	29,90%	31,39%
Embonor	30,47%	28,58%	29,35%	29,80%	29,55%
CCU	32,73%	31,15%	31,31%	30,72%	31,48%

Al respecto, luego de revisar el comportamiento de los cuartos trimestres de las tres empresas bajo análisis podemos indicar que el cuarto trimestre representa alrededor del 30% de los ingresos del año, por lo que proyectaremos este valor para considerar el **crecimiento esperado** para el año 2015.

	2011	2012	2013	2014	2015 *	Promedio de Crecimiento últimos 5 años
Andina	10,59%	19,27%	29,80%	18,11%	9,23%	17,40%
Embonor	14,33%	13,04%	6,73%	10,50%	13,06%	11,53%
CCU	15,22%	11,13%	11,11%	8,54%	17,25%	12,65%
Crecimiento Promedio de la industria	13,38%	14,48%	15,88%	12,38%	13,18%	13,86%

(*) Crecimiento 2015 proyectado 4 trimestre de 2015

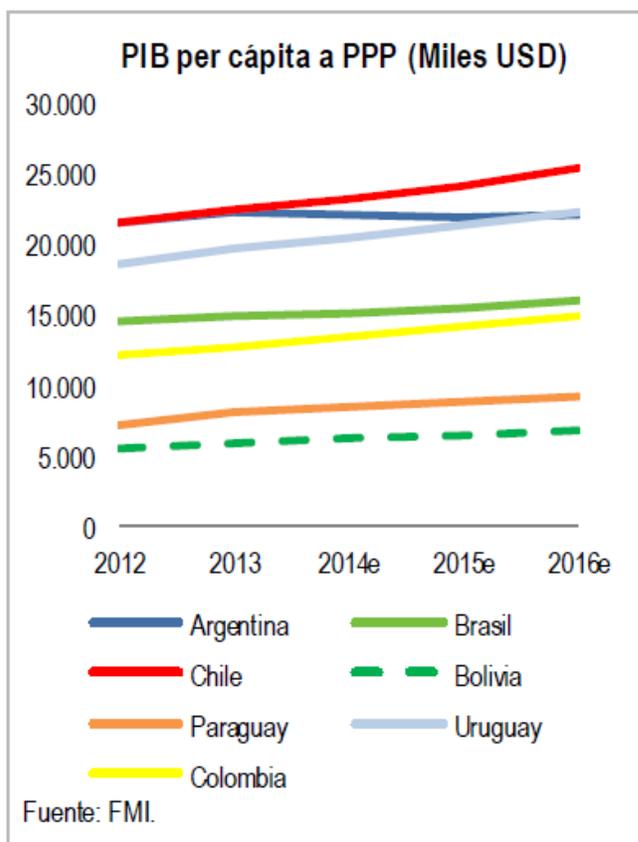
En virtud de lo calculado, hemos determinado que el crecimiento promedio de la industria es de un 13,86%, en este sentido destacamos el hecho que CCU presenta un promedio de crecimiento de los últimos 5 años de un 12,65% siendo la empresa con el crecimiento promedio mas cercano al mercado. No obstante lo anterior, también es destacable el importante crecimiento que experimentó Embotelladora Andina durante los años 2012 y 2013, producto del crecimiento inorgánico en Brasil, la integración con Embotelladoras Coca-Cola Polar (“Polar”) y un ambiente de mayor competencia en que se desenvuelven actualmente las operaciones de Andina. Ahora bien, la integración con Polar, empresa con la cual se fusionaron en Octubre de 2012, ha permitido importantes sinergias alcanzando ahorros por US\$23 millones durante el año 2013, provenientes principalmente de compras de materias primas y de reestructuraciones organizacionales.



21. Perspectiva de Crecimiento de la Industria para los años 2015 al 2019

El sector consumo está muy relacionado al crecimiento del PIB, consumo interno e ingreso disponible de cada país, siendo ambos buenos indicadores del impacto en las tasas de crecimiento de los volúmenes de venta en las compañías embotelladoras y distribuidoras de bebidas.

En la categoría de productos carbonatados (gaseosas), se estima un crecimiento en línea con el PIB, obteniendo una expansión anual de los volúmenes de venta en torno a un 2,5% y 3,5% a septiembre de 2015, mientras que en otras categorías de bebidas los crecimientos son más altos debido a la baja penetración relativa.



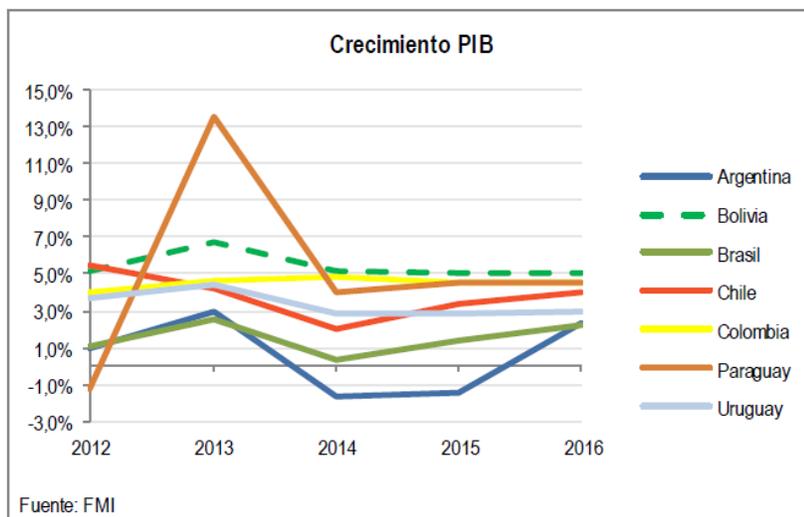
El bajo consumo per cápita de bebestibles en gran parte de los países latinoamericanos, en relación a los países desarrollados, significa un tremendo potencial de crecimiento para la Industria. En la medida que la economía crezca, deberíamos observar interesantes crecimientos de la demanda en todas las categorías de productos gracias a un mayor ingreso disponible

Según las proyecciones del FMI, se espera un crecimiento de 3,0% por los próximos 5 años. Las proyecciones posicionan a Perú, Bolivia y Paraguay como propulsores del crecimiento en la región, con un aumento de su PIB de 5,0%, 4,3% y 4,0% respectivamente. Por otro lado, las perspectivas económicas

para Brasil son de un débil crecimiento de 1,0%, mientras que Venezuela continuará en recesión proyectándose un -4,0%.

Las estimaciones indican que el crecimiento del consumo en Latinoamérica para este año será de 2,0% y sobre 3% para años posteriores, previéndose un mejor escenario para la demanda en comparación con el esperado en Europa y Estados Unidos, mercados en que se encuentran los grandes actores mundiales de cervezas y bebidas, lo que entrega un alto potencial de crecimiento para el desarrollo de la industria.

En Chile a partir del 1 de octubre del 2014, comenzaron regir los nuevos impuestos específicos a las bebidas



con azúcar y bebidas alcohólicas, medida que ha afectado los volúmenes de ventas y precios.

Impuestos en Chile	Impuesto anterior	Reforma
Bebidas gaseosas	13,0%	18,0%
Cerveza	15,0%	20,5%
Vino	15,0%	24,5%
Pisco	27,0%	35,5%
Whisky	27,0%	38,0%
Otros alcoholes	27,0%	38,0%

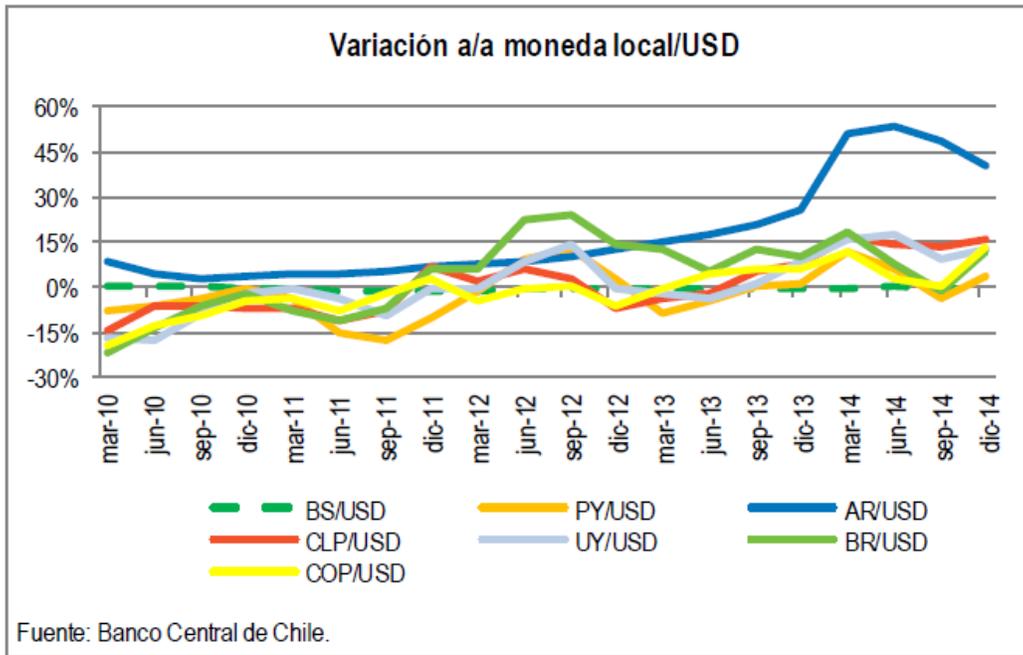
Fuente: CorpResearch

En México también se aplicó un impuesto a las bebidas azucaradas, tendencia que también afectó a Brasil. En este país se esperaba que a mediados del 2014 se implementara un alza al impuesto a las bebidas frías, en un rango de 25% - 30%, el cual se pospuso para después del mundial de futbol.

Estas alzas en los impuestos no debiesen afectar en gran medida a los volúmenes de ventas de las bebidas carbonatadas, ya que es un mercado que presenta una demanda inelástica, por lo que el alza en el precio es traspasado al consumidor final. En cuanto a las bebidas alcohólicas, el alza de impuestos muestra un comportamiento similar al anterior con respecto al precio a pesar de no ser un mercado inelástico, sin embargo el gran mix de productos permite amortizar estas alzas.

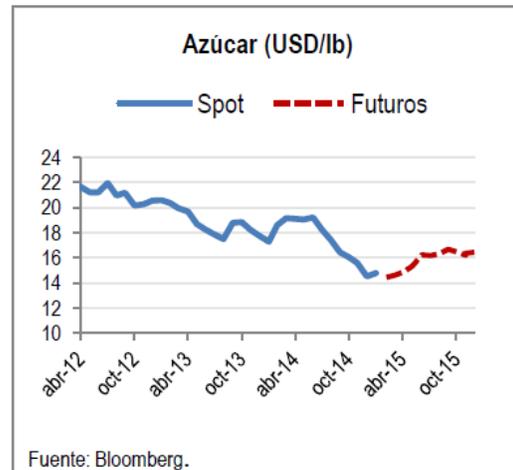
Materias Primas

El precio de las materias primas y tipo de cambio influyen significativamente en los márgenes de las compañías, ya que en promedio estos insumos representan más del 40% del costo de producción, por lo que cambios en sus niveles de precios impactan positiva o negativamente los resultados. El tipo de cambio muestra un crecimiento sostenido, mientras que el precio del azúcar y el aluminio muestran bajas por lo que el impacto neto dependerá de cuan expuestos se encuentran con respecto a estos recursos.

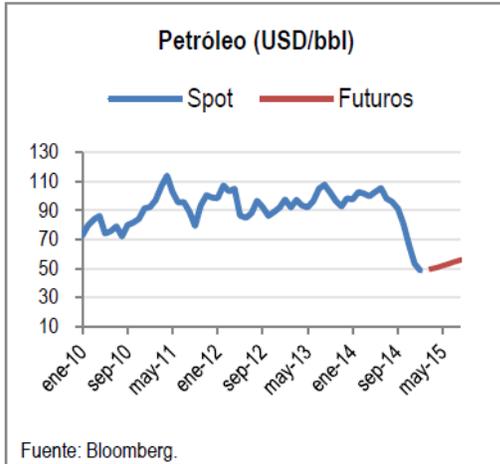


Azúcar

Según la Organización Internacional de Azúcar (ISO, en sus siglas en inglés), se podría esperar una recuperación en la producción de cebada en varios países donde el mal clima ha afectado la producción durante el 2014, si se asumen condiciones climáticas normales en los próximos meses. Por otro lado, se espera un recorte significativo en la producción en la UE. Al juntar estos cambios en la producción con la proyección de crecimiento del consumo, se esperaría un déficit de 2m – 2,5m de toneladas, anunciando el principio de una nueva fase de déficit en el ciclo mundial del azúcar en 2015-2016. Se espera que



esto provoque una presión alcista en el precio del commodity que a corto plazo será mitigada por los altos inventarios existentes.

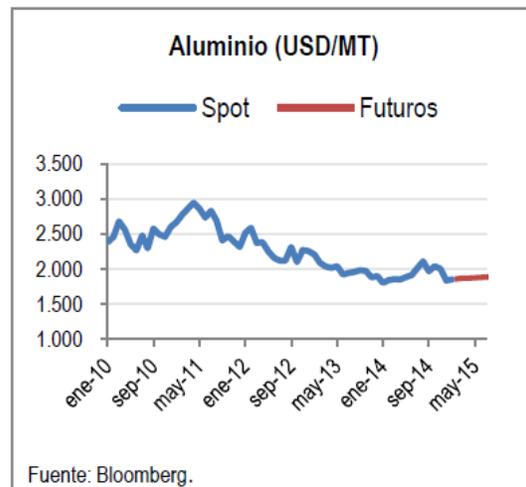


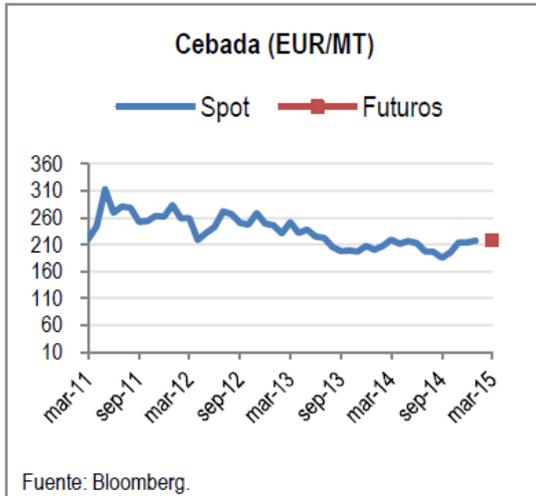
Petróleo

Esperamos que el precio del petróleo muestre cierta recuperación a mediano plazo. La abrupta caída en el valor del commodity en gran parte es responsabilidad de un shock de oferta. Sin embargo esta situación no es sostenible al largo plazo debido a que ciertos productores, por su estructura de costos, no pueden mantener una producción rentable a precios tan bajos, viéndose forzados a reducir su oferta.

Aluminio

Se espera que los metales base reviertan la actual tendencia a la baja a lo largo del año. JP Morgan espera un 8% de upside para el aluminio. Esto se encuentra fundamentado en la creencia que la fuerte caída en el precio del crudo está mayormente relacionada con problemas de oferta y por lo tanto, los precios de los metales base debieran corregirse al alza a lo largo del año una vez que el precio del petróleo se estabilice.





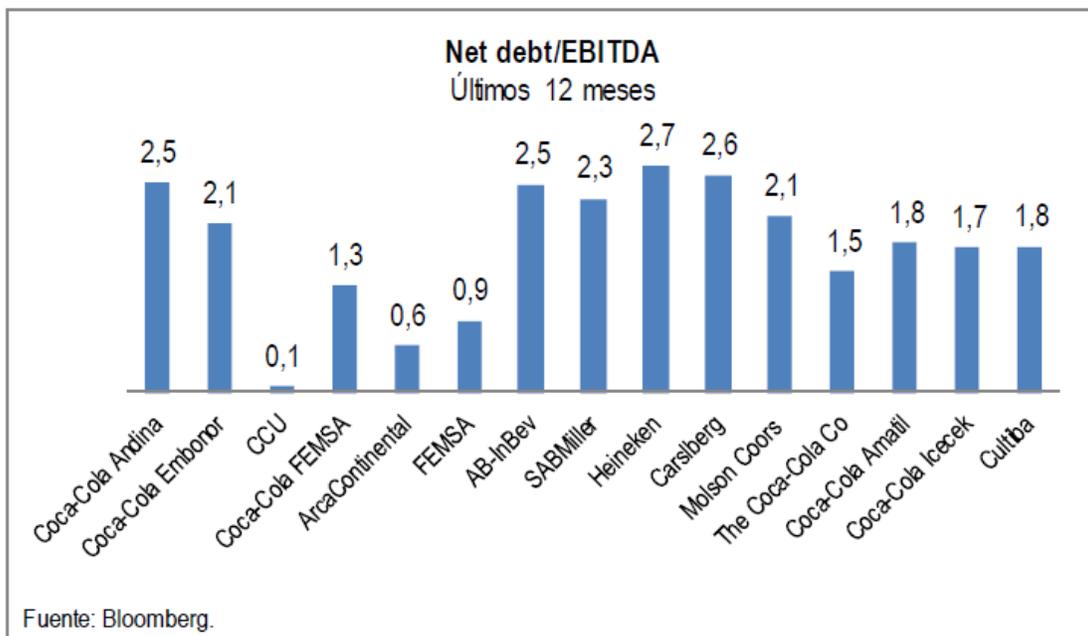
Cebada

Se espera que el consumo de los cereales secundarios, grupo al que pertenece la cebada, siga incrementando rápidamente. Los precios se mantendrán bajos debido a los altos inventarios.

La industria de bebidas en América Latina se ha basado en el último tiempo en estrategias de crecimientos inorgánicas en mercados con bajo nivel de penetración y bajo consumo per cápita, como son Uruguay, Paraguay, Bolivia y Perú.

En Chile, CCU a fines del 2013 anunció su entrada al mercado paraguayo mediante una asociación con el Grupo Cartes (Bebidas del Paraguay y Distribuidora del Paraguay) mientras que el 2014 cerró un acuerdo con Bebidas Bolivianas para su ingreso a ese mercado y se asoció con Grupo Postobón para ingresar al mercado colombiano.

En Brasil, Coca-Cola Femsa y Coca-Cola Andina, el 2013 realizaron este tipo de adquisiciones en un mercado en el que aún podemos encontrar numerosas franquicias familiares.



Perú sigue siendo el mercado en el que aún no se ve la presencia de los tres grandes actores de la región del sistema Coca Cola (Coca Cola FEMSA, ArcaContinental y Coca Cola Andina). Este mercado es abastecido por la embotelladora familiar Lindley. Por su parte InBev si tiene presencia en Perú distribuyendo sus marcas de cervezas como Budweiser, Corona, Stella Artois, entre otras, además de las marcas de Pepsi.

Los beneficios y sinergias que vemos para estas compañías tienen relación con el aprovechamiento de su canal de distribución y ventas, además del know-how de estas acerca del comportamiento de sus mercados y clientes, por lo que optimizar el canal a través de la incorporación de nuevos productos es una forma de innovar y diferenciarse de la competencia.

22. Análisis de Costos de Operación

Los costos operacionales de CCU incluyen costos de materia prima, mano de obra directa y costos indirectos de fabricación, considerando en cada caso la “receta” de los productos comercializados, el envasado, las depreciaciones de las maquinarias relacionadas con la cadena productiva, las mantenciones de plantas y equipamientos, entre otros. En este sentido, analizaremos el comportamiento de los costos operacionales como porcentaje de los ingresos de CCU S.A.

Costo de Venta / Ingresos	2015 *	2014	2013	2012	2011	Promedio
Costo de venta/Ingresos	46,03%	46,58%	44,83%	45,84%	46,19%	45,89%

*al 30 de Septiembre de 2015

Los costos directos se mantienen estables en el tiempo, cercanos a un 46%, existiendo una relación entre dicho costo directo y los ingresos de la compañía pese al incremento de los ingresos, situación que nos pensar lo relevante que podrían resultar los costos variables respecto de los costos fijos en la estructura de costos de la compañía o en su defecto que los nuevos costos fijos que la compañía ha integrado se encuentran perfectamente distribuidos y que no han variado la estructura de costos de CCU.

Depreciación / Ingresos	2015 *	2014	2013	2012	2011	Promedio
Depreciación/Ingresos	5,63%	5,14%	4,93%	4,59%	4,33%	4,93%

*al 30 de Septiembre de 2015

Del mismo modo como el costo de venta, la depreciación de los activos (maquinarias) se ha incrementado lentamente en el tiempo y en promedio se mantienen en torno a un 4,93%, situación que denota que pese al incremento sistemático de los ingresos de CCU en los últimos 4 años

(21%), los activos fijos sujetos a depreciación se han incrementado en un 35% en los últimos 4 años, por lo cual podríamos esperar un crecimiento de esta razón en un 14% en los últimos años.

En lo que respecta a los Gastos de Administración, CCU clasifica entre otros conceptos, a aquella parte de las remuneraciones que no son parte del costo de los productos terminados, la publicidad y las promociones, los arriendos y costos de energía, entre otros menores.

Gtos. de Admin. / Ingresos	2015 *	2014	2013	2012	2011	Promedio
Gtos. de Admin. / Ingresos	8,71%	8,48%	7,79%	7,94%	7,95%	8,17%

*al 30 de Septiembre de 2015

Podemos destacar que la relación de Gastos de Administración a Ingresos, se ha incrementado en los últimos 4 años en un 9,55% explicado principalmente por el incremento de un 29,18% de los Gastos de Administración en los últimos 4 años, sustentados en un incremento en el Gasto en Remuneraciones y en Publicidad, manteniéndose ítems como Arriendo y Energía sin variaciones relevantes.

23. Análisis de Cuentas no Operacionales

En este punto, identificaremos si cuentas no operacionales, es decir, no pertenecientes a la razón de ser del negocio principal de CCU, son de carácter recurrente para los años 2011 a Septiembre de 2015 a modo de evaluar la mejor manera de proyectar estas variables al momento de elaborar nuestros flujos de caja.

Ingresos Financieros

De acuerdo a lo publicado por CCU, los ingresos financieros corresponden al efecto en resultado de la valoración a valor de mercado de los activos que no se encuentran contabilizados valor justo y que varían de acuerdo al tipo de cambio como el efectivo, las cuentas por cobrar e instrumentos financieros como contratos Swap y Forwards.

Costos Financieros

En base a la información extraída de los Estado Financieros, los Costos Financieros han disminuido desde el 2013 pasando de M\$ 24.084 a M\$ 22.957 el 2014 y cayendo, debido a mayores ingresos financieros por el actual Efectivo y efectivo equivalente debido al aumento de capital del año 2013.

Adicionalmente, a modo de descripción debemos señalar que los costos financieros están compuestos por Obligaciones con bancos, bonos corporativos tomados a otras compañías o gubernamentales, obligaciones por leasing de activos fijos (maquinarias principalmente), depósitos recibidos en garantía de envases y garantías en los locales de distribución, instrumentos financieros derivados y pasivos de cobertura, además de flujos reconocidos a valor justo.

Costo Financiero / Ingresos	2015 *	2014	2013	2012	2011	Promedio
Ingresos (UF)	41.283.935	52.704.797	51.362.038	47.095.209	43.489.251	47.187.046
Costo Financiero (UF)	- 652.550	- 932.204	- 1.033.234	- 746.686	- 646.402	- 802.215
Costo Financiero / Ingresos	1,58%	1,77%	2,01%	1,59%	1,49%	1,69%

* Al 30 de Septiembre de 2015

Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación

Corresponde al resultado proveniente de los negocios conjuntos en los que CCU tiene participación, en este sentido, la Compañía de Cervecerías Unidas S.A tiene inversiones en Cervecería Austral (100%), Foods Compañía de Alimentos CCU S.A (100%) y Bebidas Bolivianas (34%), Central de Cervecera de Colombia S.A (50%), entre otras inversiones menores. En este sentido debemos indicar que:

Cervecería Austral S.A.

Es una sociedad anónima cerrada que opera una planta elaboradora de cerveza en el extremo sur de Chile, siendo la cervecera más austral del mundo.

Foods Compañía de Alimentos CCU S.A.

Sociedad anónima cerrada, dedicada a la producción y comercialización de productos alimenticios, tales como galletas y otros productos horneados, caramelos, calugas y cereales, entre otros.

Bebidas Bolivianas S.A.

Con fecha 7 de mayo de 2014, la Compañía adquirió el 34% de los derechos accionarios de Bebidas Bolivianas S.A., sociedad anónima cerrada de origen boliviano que produce gaseosas y cervezas en tres plantas ubicadas en las ciudades bolivianas de Santa Cruz de la Sierra y Nuestra Señora de la Paz. El monto de esta transacción fue de M\$ 13.776.885.

Central Cervecera de Colombia S.A.S.

Con fecha 10 de noviembre de 2014, CCU, directamente y a través de su subsidiaria CCU Inversiones II Ltda., y Postobón se han asociado en un acuerdo conjunto, que califica como un negocio conjunto a través de una sociedad por acciones constituida en Colombia denominada Central Cervecera de Colombia S.A.S., en la cual CCU y Postobón participan como únicos accionistas en partes iguales. El objeto de esta Sociedad, en dicho país, es la elaboración, comercialización y distribución de cervezas y bebidas no alcohólicas en base a malta. Las Partes aportarán a la Sociedad un monto aproximado de US\$ 400.000.000, de acuerdo a un plan de inversión gradual y condicionado a ciertos hitos. Al 30 de septiembre del 2015 el monto total aportado a la fecha asciende a US\$ 33.901.562,11 (US\$ 2.411.019,21 al 31 de diciembre de 2014). La asociación considera la construcción de una planta de producción de cervezas y maltas, con una capacidad inicial de 3.000.000 de hectolitros anuales.

La Compañía no tiene pasivos contingentes relacionados con los negocios conjuntos y asociadas al 30 de septiembre de 2015.

Diferencia de Cambio y Resultado por Unidades de Reajuste

La diferencia de cambio, representa todas las variaciones producidas por el manejo de cuentas de activos y pasivos en monedas distintas a la moneda funcional utilizada por la compañía (peso chileno), adicionalmente, este resultado también se afecta por las diferencias de cambio provenientes de exportaciones e importaciones de mercaderías y los movimiento que la compañía contabiliza en medidas que se protegen de la inflación como los bonos que son reajustados en UF.

Reajustes/Ingresos	2015 *	2014	2013	2012	2011	Promedio
Diferencia de Cambio / Ingresos	0,04%	-0,05%	-0,36%	-0,09%	-0,11%	-0,11%
Resultado por unidades de reajuste/ Ingresos	-0,23%	-0,32%	-0,15%	-0,47%	-0,69%	-0,37%

* Al 30 de Septiembre de 2015

El resultado positivo respecto de los años anteriores de la diferencia de cambio se explica principalmente por las ganancias relacionadas con coberturas de las variaciones de tipo de cambio sobre los impuestos.

En relación al Resultados por unidades de reajuste, este se ha visto incrementado principalmente por el incremento en el IPC en los últimos años, en donde pasamos de un 1,5% el año 2012 a un 4,6% el 2014 y a Septiembre de 2015 el IPC acumulado era de 4,0%, ahora bien la situación se explica porque la compañía presenta mayores pasivos que activos reajustables vía IPC.

24. Análisis de Costos de Operación

A objeto de profundizar en la estructura financiera de la compañía, clasificaremos los activos de CCU en operacionales y no operacionales, a saber:

Activos Operacionales	Activos No Operacionales
Efectivo y Equivalente al Efectivo	Activos No Corrientes Mantenidos para la Venta
Otros Activos Financieros Corrientes	Otros Activos No Financieros
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	Plusvalía
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionales	Activos por Impuestos Corrientes
Inventarios	Activos por Impuestos Diferidos
Otros Activos Financieros	Inversiones Contabilizadas Mediante el Método de Participación
Propiedades, Plantas y Equipos	Propiedades de Inversión
Activos Biológicos	Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía

A continuación contextualizaremos cada uno de los activos no operacionales que mantiene la compañía al 30 de Septiembre de 2015.

Activos No Corrientes Mantenidos para la Venta.

Durante el último trimestre del año 2009 el Directorio de la subsidiaria Bodega Tamarí S.A. (fusionada con Finca la Celia S.A. a partir del 1 de Abril 2011, quien es su continuadora y sucesora legal) autorizó el proceso de venta del activo fijo que incluye tanto la bodega con instalaciones para elaboración y almacenamiento de vinos como también las hectáreas que la rodean y la casa de huéspedes. Esta decisión se fundamenta principalmente en la conveniencia de unificar las operaciones de elaboración y envasado de vinos de las subsidiarias de VSPT Wine Group de Argentina en las instalaciones de Finca La Celia S.A. generando sinergias significativas para el grupo.

Durante el ejercicio 2010 se contrató un corredor inmobiliario del medio especializado en este tipo de activos. Posteriormente, con fecha 13 de diciembre de 2011 se firmó un contrato de reserva de compra venta por la totalidad de los activos y su formalización de la venta se materializará durante el año de 2015.

Por otra parte, durante el mes de diciembre de 2014, el Directorio de la subsidiaria Sidra la Victoria S.A. autorizó la venta del inmueble ubicado en la ciudad de Cipolletti, provincia de Río Negro, Argentina.

En Septiembre de 2015, el Directorio de la subsidiaria Saenz Briones S.A. autorizo la venta del inmueble ubicado en la ciudad de Lujan de Cuyo, provincia de Mendoza, Argentina.

Ademas, durante el año 2015 el Directorio de Viña Valles de Chile S.A. (continuadora y sucesora legal de Viña Misiones de Rengo S.A, producto de la fusión por incorporación a partir del 1 de Junio de 2013) autorizó el proceso de venta de ciertos activos fijos de esta empresa, ubicados en la ciudad y comuna de Rengo, provincia de Cachapoal, Sexta Región.

Otros Activos no Financieros

Corresponden a Seguros pagados, publicidad, anticipos a proveedores, garantías pagadas, materiales por consumir, dividendos por cobrar, impuestos por recuperar, entre otros.

Plusvalía.

La plusvalía de inversiones adquiridas en combinaciones de negocios son asignadas a la fecha de adquisición a las Unidades Generadoras de Efectivo (UGE) o grupo de UGEs que se espera se beneficien de las sinergias de la combinación de negocios. El valor libro de la plusvalía de inversiones asignadas a las UGEs dentro de los segmentos de la Compañía son los siguientes:

Segmento de Operación	Unidad Generadora de Efectivo
Chile	Embotelladoras Chilenas Unidas S.A.
	Manantial S.A.
	Compañía Pisquera de Chile S.A.
	Los Humules S.R.L.
Río de la Plata	CCU Argentinan S.A. y Subsidiarias
	Marzurel S.A., Coralina S.A. y Milotur S.A.
	Bebidas del Paraguay S.A. y Distribuidora del Paraguay S.A.
Vinos	Viña San Pedro Tarapacá S.A.

La plusvalía de inversión asignada a las UGEs es sometida a pruebas de deterioro anualmente, o con mayor frecuencia, si existen indicadores que alguna de las UGEs pueda estar deteriorada. El valor recuperable de cada UGE es determinado como el mayor entre su valor en uso o valor razonable menos los costos de venta. Para la determinación del valor en uso, la Compañía ha utilizado proyecciones de flujos de efectivo sobre un horizonte de 5 años, basado en los presupuestos y proyecciones revisadas por la administración para igual período y con una tasa promedio de crecimiento de un 3%. Las tasas de descuentos reflejan la evaluación del mercado

respecto a los riesgos específicos de las UGEs. Las tasas de descuento utilizadas van desde un 9,1% al 14,2%. Dada la importancia relativa de los montos involucrados, no se ha considerado relevante detallar información adicional a la presentada en esta Nota. Un cambio razonable con los supuestos no generaría un deterioro en la plusvalía.

En relación a la plusvalía al 30 de septiembre de 2015, la Administración no ha evidenciado indicios de deterioro.

Activos por impuestos corrientes.

En este rubro se clasifican todos los impuestos por recuperar tanto los de años anteriores, los impuestos en reclamo, créditos por impuestos de subsidiarias argentinas, pagos provisionales mensuales (PPM) y los pagos provisionales de utilidades absorbidas (PPUA)

Activos por impuestos diferidos.

Estos impuestos corresponden a estimaciones de impuestos a cobrar futuros productos de las diferencias temporales originadas por los siguientes ítems: Provisión por deterioro de cuentas por cobrar, beneficios al personal y otros gastos no tributarios, provisión por deterioro de inventarios, indemnización por años de servicio, valorización de inventarios, contratos derivados, amortización de intangibles y pérdidas tributarias estimadas.

Inversiones contabilizadas por el método de la participación.

Al 30 de septiembre de 2014, la Compañía registra bajo este rubro sus inversiones en sociedades que califican como negocio conjunto y en asociadas. En este caso de 3 empresas: Cervecería Austral, Foods Compañía de Alimentos CCU S.A y Bebidas Bolivarianas.

Propiedades de inversión.

Bajo propiedades de inversión se incluyen en Chile 20 terrenos, 2 oficinas y 1 departamento mantenidos para propósito de plusvalía, de los cuales 1 terreno, 2 oficinas y 1 departamento se encuentran arrendados, registrando un ingreso acumulado por M\$ 142.856 (M\$ 110.856 al 30 de septiembre de 2014); por otra parte en Argentina se encuentran 3 terrenos y 2 inmuebles arrendados, registrando un ingreso acumulado por M\$ 99.618 (M\$ 76.073 al 30 de septiembre de 2014). Adicionalmente, los gastos del período asociados al total de estas propiedades de inversión ascienden a M\$ 100.820 (M\$ 139.542 al 30 de septiembre de 2014).

El valor libro de las propiedades de inversión mantenidas por la Compañía se aproxima a su valor de mercado ya que éstas se encuentran valorizadas en el rango de valores de mercado para propiedades de las mismas características.

La Administración no ha evidenciado indicios de deterioro respecto del valor de las propiedades de inversión.

La Compañía no mantiene en prenda ni tiene restricciones sobre ítems de propiedades de inversión.

Activos intangibles distintos de la plusvalía.

En este rubro se presentan las marcas comerciales, programas informáticos, derechos de agua y derechos informáticos que la compañía administrativa, a saber:

Marcas Comerciales

Las marcas comerciales de la Compañía corresponden a activos intangibles de vida útil indefinida que se presentan a su costo histórico, menos cualquier pérdida por deterioro. La Compañía considera que mediante las inversiones en marketing las marcas mantienen su valor y por lo tanto se consideran con vida útil indefinida y no son amortizables. Estos activos se someten a pruebas de deterioro anualmente o cuando existan factores que indiquen una posible pérdida de valor, el valor al 30 de Septiembre es de **UF2.325.003**

Programas Informáticos

Las licencias adquiridas de programas informáticos se amortizan durante sus vidas útiles estimadas (4 a 7 años). Los costos de mantenimiento de programas informáticos se reconocen como gasto en el período en que se incurren y la valorización al 30 de Septiembre de 2015 es de **UF 282.273**.

Derechos de Agua

Los derechos de agua adquiridos por la Compañía corresponden al derecho de aprovechamiento de aguas existentes en fuentes naturales y fueron registrados a su valor de compra. Dado que estos derechos son a perpetuidad no son amortizables, sin embargo anualmente son sometidos a evaluación de deterioro o cuando existen factores que indiquen una posible pérdida de valor, al 30 de Septiembre fueron valorizados en **UF 75.518**

Derechos de distribución

Corresponden a derechos de distribución y comercialización de cerveza Heineken en Paraguay, acordado con la firma licenciataria valorados en **UF 20.062**.

25. Proyección de Ingresos de Operación

Con el objetivo de proyectar los ingresos de CCU S.A. tomaremos como base las tasas de crecimiento históricas y proyecciones de la industria donde se encuentra la compañía. Para proyectar el ejercicio terminado el 2015 utilizaremos como referencia el promedio histórico del cuarto trimestre trimestres de la compañía, con el objetivo de indexar posibles estacionalidades que podrían surgir entre octubre y diciembre, adicionalmente podemos señalar que al observar el comportamiento histórico del cuarto trimestre salvo en componentes puntuales, los ingresos, el costo de venta, los costos de distribución, los gastos de administración, los otros gastos por función y los costos financieros, se comportan uniformemente y que representan el 89% de la composición del Estado de Resultados de la compañía.

ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS	2014 UF	2013 UF	2012 UF	2011 Uf	Promedio
Ingresos	29,16%	30,50%	30,12%	31,72%	30,37%
Costo de Venta	27,77%	28,73%	27,57%	29,61%	28,42%
Margen Bruto	30,38%	31,94%	32,28%	33,52%	32,03%
Otros Ingresos Por Función	3,65%	58,01%	41,78%	22,85%	31,57%
Costos de distribución	28,58%	29,76%	35,85%	31,55%	31,44%
Gastos de Administración	27,76%	30,11%	30,03%	30,12%	29,51%
Otros Gastos por Función	28,18%	29,16%	20,23%	29,79%	26,84%
Otras Ganancias (Pérdidas)	-0,85%	-14,62%	14,26%	-12,48%	-3,42%
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	32,16%	38,31%	39,55%	36,85%	36,72%
Ingresos Financieros	3,17%	59,29%	18,94%	30,98%	28,09%
Costos Financieros	24,68%	32,08%	31,59%	29,25%	29,40%
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	13,77%	47,44%	916,72%	225,97%	300,97%
Diferencia de Cambio	-161,58%	70,23%	47,34%	39,04%	-1,24%
Resultado por unidades de reajuste	31,01%	41,15%	52,85%	33,03%	39,51%
Utilidad Antes de Impuesto	31,95%	39,41%	37,98%	36,62%	36,49%
Impuestos a las ganancias	29,77%	48,17%	33,99%	38,47%	37,60%
Utilidad (perdida) del ejercicio	32,47%	37,12%	39,18%	36,00%	36,19%

Por lo anterior al proyectar los estados financieros de la compañía al 31 de Diciembre de 2015 tenemos que:

ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS	Promedio	Septiembre2 015 Real UF	Dic Proy UF
Ingresos	30,37%	41.283.935	59.294.298
Costo de Venta	28,42%	- 19.001.493	- 26.545.694
Margen Bruto	32,03%	22.282.442	32.748.604
Otros Ingresos Por Función	31,57%	128.952	188.456
Costos de distribución	31,44%	- 7.703.952	- 11.236.253
Gastos de Administración	29,51%	- 3.595.089	- 5.099.789
Otros Gastos por Función	26,84%	- 5.759.648	- 7.872.506
Otras Ganancias (Pérdidas)	-3,42%	363.437	351.414
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	36,72%	5.716.142	9.079.927
Ingresos Financieros	28,09%	233.382	324.569
Costos Financieros	29,40%	- 652.550	- 924.260
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	300,97%	- 118.330	58.878
Diferencia de Cambio	-1,24%	15.543	15.352
Resultado por unidades de reajuste	39,51%	- 95.269	- 157.494
Utilidad Antes de Impuesto	36,49%	5.098.919	8.396.972
Impuestos a las ganancias	37,60%	- 1.313.927	- 2.105.663
Utilidad (perdida) del ejercicio	36,19%	3.784.992	6.291.309

En relación al crecimiento anual de los ingresos 2015, habiendo proyectado ingresos por UF 59.294.298 respecto de las UF 52.704.796 del año 2014, este crecimiento representa un 12,50% en ventas anuales.

Para el año 2016, tal como fueron las proyecciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional, se proyectará que la economía crecerá en un 2,5%, teniendo en cuenta la recesión que afecta a la región y las proyecciones de recuperación, por lo menos de la industria chilena para el año 2016 y la estabilización de la economía Argentina, dado que se espera que el crecimiento 2015 sea prácticamente nulo y se recupere en 2016 impulsado por un crecimiento más fuerte de sus socios comerciales y una mejora en la confianza de los inversores, aumentando la confianza empresarial que estimulará la inversión, por lo anterior, la tasa de crecimiento en un 13%, tasa consistente con el crecimiento de la industria.

En el mediano plazo se espera un crecimiento sostenido de un 3,5% según el FMI, proyectándose a contar del año 2017 un crecimiento en los ingresos del orden del 14%. Al respecto tenemos que:

Proyección de Ingresos	2015	2016	2017	2018	2019
Tasas de Crecimiento Anual	12,50%	13,00%	14,00%	14,00%	14,00%
Ingresos proyectados (UF)	59.294.298	67.002.557	76.382.915	87.076.523	99.267.237

26. Proyección de Costos de Operación

Respecto de los costos de operación y teniendo en consideración los antecedentes analizados, mas las proyecciones de los costos relevantes en de materias primas, estimamos que estos no serán determinantes en el precio de los factores productivos, por lo anterior y dada la estabilidad de los márgenes operacionales en los años bajo análisis en torno al 45,89%, utilizaremos tal valor para estimar los costos operacionales, en los años 2016 al 2019. En lo que respecta a la proyección a Diciembre de 2015, hemos incluido una potencial estacionalidad del negocio durante el cuarto trimestre, por lo que el factor de costos de ventas como % de los ingresos para el año 2015 será de un 44,77%. A saber:

Proyección de Costos	2015	2016	2017	2018	2019
Costos proyectados como % de los ingresos	44,77%	45,89%	45,89%	45,89%	45,89%
Costos proyectados (UF)	26.545.694	30.749.113	35.053.989	39.961.548	45.556.165

Respecto de la depreciación y amortización, al analizar el crecimiento permanente, podemos proyectamos que la depreciación y amortización se incrementará a una razón de un 6,79% respecto de los ingresos, avalado principalmente en el natural incremento en la capacidad instalada.

Depreciación / Ingresos	2015 *	2014	2013	2012	2011	Promedio
% Depreciación respecto de los ingresos	5,63%	5,14%	4,93%	4,59%	4,33%	4,93%
Variación de Costos de Depreciación	9,69%	4,07%	7,58%	5,83%	S/I	6,79%

* 2015 Proyectado

Con lo anterior podemos proyectar lo siguiente:

Proyección de Costos	2015	2016	2017	2018	2019
Costos proyectados como % de los ingresos	5,63%	6,02%	6,42%	6,86%	7,33%
Depreciación (UF)	59.294.299	67.002.557	76.382.915	87.076.523	99.267.237

Respecto de los costos de distribución, producto que se han mantenido estables en el tiempo proyectaremos la misma proporción existente a Diciembre de 2015 que corresponde a un 18,95% de los ingresos, esto en el entendido que existe una directa correlación entre los ingresos y la distribución de los productos fabricados.

Proyección de Costos de Distribución	2015	2016	2017	2018	2019
Costos de Distribución proyectados como % de los ingresos	18,95%	18,95%	18,95%	18,95%	18,95%
Costos de Distribución (UF)	11.236.253	12.696.966	14.474.541	16.500.977	18.811.113

Referente a los gastos de administración y ventas, debemos señalar que luego de analizarlos comparativamente respecto de los ingresos de CCU, inferimos que estos se han mantenido estables en el tiempo sin variaciones relevantes en torno a un 8,17%. En este sentido para efectos de nuestra proyección mantendremos tal valor, sin embargo para el año 2015 el valor proyectado se encuentra en un 8,60% respecto de los ingresos.

Gtos. de Admin. / Ingresos	2015 *	2014	2013	2012	2011	Promedio
Gtos. de Admin. / Ingresos	8,60%	8,48%	7,79%	7,94%	7,95%	8,15%

*Proyectado Diciembre

Proyectando lo anterior tenemos que:

Proyección de Gastos de Administración	2015	2016	2017	2018	2019
Gastos de Administración proyectados (UF)	5.099.789	5.461.880	6.226.543	7.098.259	8.092.015

Tal como los Gastos de Administración, los Otros Gastos por Función tienen un comportamiento constante en el tiempo promediando un 13,46% valor que será replicado en los años 2016 en adelante, ahora bien luego de proyectar el resultado 2015 la proporción a utilizar para dicho periodo será de 13,28%.

Otros Gastos / Ingresos	2015 *	2016	2017	2018	2019
Otros Gastos / Ingresos	13,28%	13,46%	13,46%	13,46%	13,46%
Gastos Proyectados (UF)	7.872.506	9.015.939	10.278.171	11.717.114	13.357.510

(*) Proyectado a Diciembre 2015

27. Proyección Resultado No Operacional

Para proyectar los resultados no operacionales de la compañía en primer lugar determinamos la existencia de cuentas como:

- Ingresos financieros.
- Costos Financieros.
- Participación en utilidad (pérdida) de negocios conjuntos y asociados contabilizados por el método de la participación.
- Diferencias de cambio y resultado por unidad de reajuste.

En primer lugar debemos señalar que todos estos resultados no representan un valor superior al 1,15% de los ingresos de la compañía, y además provienen de flujos que no son parte esencial del negocio de CCU. Dada la estabilidad económica que presenta Chile no se esperan efectos inflacionarios ni macroeconómicos que puedan afectar significativamente los resultados financieros y las diferencias de cambio y por unidades de reajustes. Para efectos de proyección en los periodos siguiente, estos valores serán igualados a los proyectados al 31 de Diciembre de 2015.

Resultados No Operacionales Proyectados	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos Financieros (UF)	324.569	324.569	324.569	324.569	324.569
Costos Financieros (UF)	- 924.260	- 924.260	- 924.260	- 924.260	- 924.260
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación (UF)	58.878	58.878	58.878	58.878	58.878
Diferencia de Cambio (UF)	15.352	15.352	15.352	15.352	15.352
Resultado por unidades de reajuste (UF)	- 157.494	- 157.494	- 157.494	- 157.494	- 157.494

28. Estado de Resultados Projectado 2015 - 2019

Estado de Resultado Projectado	4 Trimestre 2015 UF	2015 UF	2016 UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF
Chile	8.910.066	35.576.579	40.201.534	45.829.749	52.245.914	59.560.342
Río de la Plata	7.169.931	18.046.224	22.110.844	25.206.362	28.735.253	32.758.188
Vinos	1.930.366	5.671.495	4.690.179	5.346.804	6.095.357	6.948.707
Total Ingresos Consolidados	18.010.363	59.294.298	67.002.557	76.382.915	87.076.523	99.267.237
Ingresos	18.010.363	59.294.298	67.002.557	76.382.915	87.076.523	99.267.237
Costo de Venta	- 7.544.201	- 26.545.694	- 30.749.113	- 35.053.989	- 39.961.548	- 45.556.165
Margen Bruto	10.466.162	32.748.604	36.253.444	41.328.926	47.114.976	53.711.072
Otros Ingresos Por Función	59.505	188.456	188.456	188.456	188.456	188.456
Costos de Distribución	- 3.532.301	- 11.236.253	- 12.696.966	- 14.474.541	- 16.500.977	- 18.811.113
Gastos de Administración	- 1.504.700	- 5.099.789	- 5.461.880	- 6.226.543	- 7.098.259	- 8.092.015
Otros Gastos por Función	- 2.112.859	- 7.872.506	- 9.015.939	- 10.278.171	- 11.717.114	- 13.357.510
Otras Ganancias (Pérdidas)	- 12.023	351.414	351.414	351.414	351.414	351.414
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	3.363.785	9.079.927	9.618.530	10.889.543	12.338.497	13.990.304
Ingresos Financieros	91.186	324.569	324.569	324.569	324.569	324.569
Costos Financieros	- 271.710	- 924.260	- 924.260	- 924.260	- 924.260	- 924.260
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	177.207	58.878	58.878	58.878	58.878	58.878
Diferencia de Cambio	- 191	15.352	15.352	15.352	15.352	15.352
Resultado por unidades de reajuste	- 62.225	- 157.494	- 157.494	- 157.494	- 157.494	- 157.494
Utilidad Antes de Impuesto	3.298.053	8.396.972	8.935.575	10.206.587	11.655.541	13.307.349
Impuestos a las ganancias	- 791.735	- 2.105.663	- 2.412.605	- 2.755.779	- 3.146.996	- 3.592.984
Utilidad (perdida) del ejercicio	2.506.317	6.291.309	6.522.970	7.450.809	8.508.545	9.714.365

29. Proyección de Flujos de Caja Libre (FCL)

A objeto de proyectar los Flujos de Caja Libre de CCU antes es necesario transformar a flujos de Caja los Estados de Resultados anuales proyectados para los periodos 2015-2019 determinados previamente. En este sentido se deben agregar la proyección de aquellos conceptos que significarán flujo de efectivos para la compañía en los próximos 5 años y eliminar de los Estados Financieros otros elementos que no son considerados flujos de efectivo y que afectan en la determinación de las proyecciones.

30. Depreciación del Ejercicio y Amortización de Intangibles

Dado los antecedentes históricos de CCU, para nuestra proyección de la depreciación y amortización de intangibles, consideraremos un 4,93% de los ingresos de la compañía para el periodo 2015 al 2019. A saber:

Proyección Depreciación y Amortización	2015 UF	2016 UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF
Depreciación y Amortización	2.920.334	3.299.978	3.761.975	4.288.651	4.889.063

31. Inversión de Reposición

Dado que dentro de nuestro análisis debemos considerar que la empresa debe reponer los bienes de capital ya depreciados, debemos estimar la inversión de reposición con la finalidad de reponer los bienes de capital que se desgastaran durante el proceso de producción bajo análisis, en este sentido, consideramos que un buen parámetro será estimar en base a un 100% de la depreciación anual para cada periodo, incluyendo la perpetuidad

Proyección Inversión de Reposición	2015 UF	2016 UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF	2021 UF
Inversión de Reposición	887.038	3.299.978	3.761.975	4.288.651	4.889.063	5.573.531	5.573.531

32. Nuevas Inversiones en Base al CAPEX de la Empresa

Para proyectar las nuevas inversiones, debemos ir directamente a las fuentes que la misma compañía ha declarado como relevantes en virtud de las nuevas oportunidades de negocio que podrían significar en términos de crecimiento. Dado que CCU es una compañía productiva la gran mayoría de las nuevas inversiones son particularmente activos fijos necesarios para la operación de la empresa. En este sentido, CCU invirtió el equivalente a unos US\$350 millones el 2015 año para reforzar su crecimiento en Sudamérica, especialmente en el negocio de cervezas y bebidas no alcohólicas, pese al complejo escenario regional.

CCU, controlada por el grupo Luksic y la multinacional Heineken, cuenta con unidades de operación en Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Paraguay y Uruguay.

Luego de su agresiva expansión en los últimos dos años, CCU dijo en un comunicado -tras la junta anual de accionistas- que se focalizará en el crecimiento de la compañía, con un énfasis en la operación regional.

El futuro se enfrenta con tres prioridades principales; seguir fortaleciendo la posición en el mercado con especial foco en cervezas y bebidas no alcohólicas, hacer más eficientes los procesos operacionales, y finalmente estructurar la compañía para que pueda operar su estrategia regional. Lo anterior se sustenta en las fuentes de crecimiento, en primer lugar, la administración de CCU señala que continuará promoviendo el aumento del consumo per cápita en Chile que el año 2002, para el total de los bebestibles envasados sin incluir la leche, era de 160 litros y que alcanzó los 233 litros en el año 2012, creciendo a una tasa compuesta anual de 3,8%. Asimismo, el consumo per cápita de cervezas en Argentina lo ha hecho desde 33 litros per cápita a 44 litros per cápita en el año 2012, a una tasa de crecimiento compuesta anual de 2,9%.

A futuro, el consumo per cápita en Chile y en Argentina presentan una oportunidad de crecimiento al compararlos con el consumo per cápita de otros mercados más desarrollados, niveles a los que aspiramos alcanzar.

Para enfrentar este crecimiento, la Sociedad contempla un plan de inversiones para el período 2013-2016 por un monto en torno a los 600 mil millones de pesos. Entre el 2017 y el 2020, un monto aproximado de otros 600 mil millones de pesos. Si consideramos adicionalmente un aumento de capital de trabajo de aquí hasta el 2020 por 150 mil millones de pesos, el total del plan de inversiones para aumento de capacidad (en nuevas plantas o en plantas existentes), compra de maquinarias y equipos, empaques, activos de marketing, inversión en centros de distribución y tecnología, y el correspondiente capital de trabajo, ascendería a 1.350 mil millones de pesos aproximadamente, lo que equivale a **UF53.262.842**.

En consecuencia, los fondos que en definitiva se recauden con el aumento de capital serán destinados a financiar el crecimiento que considera la estrategia de CCU, tanto (i) orgánico (negocios actuales) incluyendo inversiones para aumento de capacidad, compra de maquinaria, equipos, empaques y activos de marketing e inversión en centros de distribución y tecnología, como (ii) inorgánico (nuevos negocios), obteniendo los recursos suficientes para financiar la expansión y crecimiento que contempla la mencionada estrategia, buscando además preservar la solidez financiera del balance de la Sociedad.

Para cuantificar las nuevas inversiones, dado que la principal inversión está referida a la reposición de activos fijos, hemos determinado la proporción histórica de Activos Fijos respecto de los ingresos, pues de esta manera se relaciona el incremento en las ventas de la compañía, con la necesidad de inversión de activos fijos como parte de las unidades generadoras de flujos de la compañía. A saber:

	2015 (*) UF	2014 UF	2013 UF	2012 UF	2011 Uf	Promedio
Venta	59.294.298	52.704.797	51.362.038	47.095.209	43.489.251	58,960%
Activo Fijo	35.196.721	33.831.480	29.215.241	26.808.606	24.981.984	
Activo Fijo/Venta	59,359%	64,191%	56,881%	56,924%	57,444%	

(*) Venta a Diciembre Proyectada

Luego del cálculo determinado, hemos determinado que en promedio el activo fijo de la compañía representa un 58,96% de los ingresos, esta proporción será utilizada luego con las ventas proyectadas y obtener la necesidad de activo fijo y con ello una eventual necesidad de inversión conforme a los ingresos planificados, en este sentido agregaremos además las depreciaciones proyectadas pues los activos sobre los cuales fueron calculadas las proyecciones se encuentran neto de depreciación, a saber:

	2016 UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF	2021 UF
Ingresos Proyectados UF	67.002.557	76.382.915	87.076.523	99.267.237	113.164.650	113.164.650
AF Proyectado	39.504.601	45.035.245	51.340.179	58.527.804	66.721.696	66.721.696
Necesidad de Activo Fijo	4.307.880	5.530.644	6.304.934	7.187.625	8.193.893	8.193.893
Depreciación proyectada	3.299.978	3.761.975	4.288.651	4.889.063	5.573.531	5.573.531
Nuevas Inversiones	7.607.858	9.292.619	10.593.586	12.076.688	13.767.424	13.767.424

Conforme a los cálculos efectuados la necesidad de inversión obtenida de la relación de ingresos respecto al activo fijo es de **UF67.105.598**.

33. Inversiones en Capital de Trabajo

Corresponde a la Inversión cuyo fin es incrementar capital de trabajo cada vez que se incrementen los ingresos de la compañía, o en su defecto, disminuir en caso que las ventas decaigan. Para nuestro caso, el capital de trabajo está referido específicamente al capital de trabajo operativo neto correspondiente según definición a la diferencia entre activos corrientes que no devengan intereses y pasivos corrientes que no devengan intereses.

Para estimar la Inversión en Capital de Trabajo, se utiliza el CTON histórico, calculándose los días de venta necesarios de capital de trabajo por variación en las ventas, es decir:

$$\begin{aligned}
 \text{CTON} = & \text{Otros Activos Financieros} + \text{Deudores Comerciales} + \text{Cuentas por Cobrar EERR} \\
 & + \text{Inventarios} - (\text{Otros Pasivos Financieros} + \text{Cuentas por Pagar} \\
 & + \text{Cuentas por Pagar EER}
 \end{aligned}$$

Y por consiguiente,

$$RCTON = CTON/Ventas$$

ACTIVOS	Set 2015 UF	2014 UF	2013 UF	2012 UF	2011 Uf	Promedio
Otros activos financieros	503.045	263.273	191.717	60.439	176.907	239.076
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	8.552.197	9.688.631	9.073.704	8.956.399	8.659.953	8.986.177
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	322.947	471.802	412.290	420.826	443.880	414.349
Inventarios	7.610.589	7.113.269	6.567.513	6.213.061	5.765.453	6.653.977

PASIVOS	Set 2015 UF	2014 UF	2013 UF	2012 UF	2011 Uf	2011 Uf
Otros pasivos financieros	2.296.498	2.652.293	5.169.046	2.402.472	3.947.863	3.293.635
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	8.060.131	8.274.738	7.872.655	7.241.113	7.455.073	7.780.742
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	348.154	417.520	312.578	350.844	358.188	357.457

CTON	6.283.994	6.192.424	2.890.946	5.656.296	3.285.069	4.861.746
CTON % de Ingresos	15,2%	11,7%	5,6%	12,0%	7,6%	9,8%
CTON equivalente en días	55	42	20	43	27	35

Una vez determinado el CTON se calculó el promedio simple de capital de trabajo como porcentaje sobre las ventas, obteniendo el equivalente en días requerido para cada periodo, con la finalidad de estimar el CTON necesario para cada uno de los años a proyectar.

34. Déficit o Exceso en Capital de Trabajo

Realizaremos la estimación para determinar si CCU tiene un déficit o un exceso de capital de trabajo, para tal cálculo, consideraremos las ventas estimadas a Diciembre de 2015 se multiplicarán por el 9,8% que representa el promedio de capital de trabajo que CCU ha mantenido en sus últimos periodos respecto de los ingresos, luego, tal valor será comparado con el CTON al 30 de Septiembre, determinándose el posible exceso o déficit de capital de trabajo. A saber:

CTON requerido al 31 de Diciembre 2015 % Ingresos (UF)	5.803.714
CTON al 30 de Septiembre 2015	6.283.994
Exceso de Capital de trabajo	480.280

Finalmente, podemos observar que al 30 de Septiembre existe un superávit de capital de trabajo por UF 480.280. considerando que a Septiembre de 2015, la empresa tiene un CTON acumulado de UF 6.283.994 en virtud que a Diciembre de 2015 debiese tener un CTON de UF 5.803.714.

A continuación presentamos la proyección de necesidad de capital e trabajo para los periodos en proyección:

Capital de Trabajo Proyectado	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Capital de Trabajo Necesario (UF)	5.803.714	6.558.197	7.476.344	8.523.033	9.716.257	11.076.533
Capital de Trabajo Existente (UF)	6.283.994	5.803.714	6.558.197	7.476.344	8.523.033	9.716.257
Necesidad de Capital de Trabajo (UF)	- 480.280	754.483	918.148	1.046.688	1.193.225	1.360.276

35. Activos Prescindibles de la empresa al 30 de Septiembre de 2015

Según el análisis realizado a los Activos de la empresa, durante la elaboración de los EERR proyectados, los activos prescindibles que no son parte esencial del negocio de CCU, valorados al 30 de Septiembre de 2015 tenemos que:

Detalle	UF
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.431.412
Seguros pagados	29.572
Publicidad	307.246
Anticipo a proveedores	530.612
Garantías pagadas	13.228
Materiales por consumir	23.426
Dividendos por cobrar	4.268
Impuestos por recuperar	73.315
Otros	117.116
Total	8.530.195

36. Deuda Financiera al 30 de Septiembre de 2015

De acuerdo a lo señalado en el punto 7, la deuda financiera de la compañía al 30 de Septiembre de 2015 es **UF7.991.389**

Deuda Financiera de la Empresa (B)	Otros pasivos financieros Corrientes UF	Otros pasivos financieros No Corrientes UF	Deuda Financiera UF
2015 * UF	2.296.498	5.694.890	7.991.389
2014 UF	2.652.293	5.462.866	8.115.160
2013 UF	5.169.046	6.124.656	11.293.702
2012 UF	2.402.472	9.155.686	11.558.158
2011 Uf	3.947.863	7.668.216	11.616.079

*al 30 de Septiembre

37.El Valor Terminal

Para calcular el valor terminal consideramos el supuesto de perpetuidad sin tasa crecimiento a partir del año 2021 utilizando la siguiente relación:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCL\ 2021\ E}{K_0}$$

Al respecto tenemos:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{11.625.935}{8,164\%}$$

$$\text{Valor Terminal} = 142.404.884$$

Estado de Resultado Proyectado	4 T 2015 UF	2016 UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF	2021 UF
Chile	8.910.066	40.201.534	45.829.749	52.245.914	59.560.342	67.898.790	67.898.790
Río de la Plata	7.169.931	22.110.844	25.206.362	28.735.253	32.758.188	37.344.334	37.344.334
Vinos	1.930.366	4.690.179	5.346.804	6.095.357	6.948.707	7.921.525	7.921.525
Total Ingresos Consolidados	18.010.363	67.002.557	76.382.915	87.076.523	99.267.237	113.164.650	113.164.650
Ingresos	18.010.363	67.002.557	76.382.915	87.076.523	99.267.237	113.164.650	113.164.650
Costo de Venta	- 7.544.201	- 30.749.113	- 35.053.989	- 39.961.548	- 45.556.165	- 51.934.028	- 51.934.028
Margen Bruto	10.466.162	36.253.444	41.328.926	47.114.976	53.711.072	61.230.622	61.230.622
Otros Ingresos Por Función	59.505	188.456	188.456	188.456	188.456	188.456	188.456
Costos de Distribución	- 3.532.301	- 12.696.966	- 14.474.541	- 16.500.977	- 18.811.113	- 21.444.669	- 21.444.669
Gastos de Administración	- 1.504.700	- 5.461.880	- 6.226.543	- 7.098.259	- 8.092.015	- 9.224.897	- 9.224.897
Otros Gastos por Función	- 2.112.859	- 9.015.939	- 10.278.171	- 11.717.114	- 13.357.510	- 15.227.562	- 15.227.562
Otras Ganancias (Pérdidas)	- 12.023	351.414	351.414	351.414	351.414	351.414	351.414
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	3.363.785	9.618.530	10.889.543	12.338.497	13.990.304	15.873.365	15.873.365
Ingresos Financieros	91.186	324.569	324.569	324.569	324.569	324.569	324.569
Costos Financieros	- 271.710	- 924.260	- 924.260	- 924.260	- 924.260	- 924.260	- 924.260
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos	177.207	58.878	58.878	58.878	58.878	58.878	58.878
Diferencia de Cambio	- 191	15.352	15.352	15.352	15.352	15.352	15.352
Resultado por unidades de reajuste	- 62.225	- 157.494	- 157.494	- 157.494	- 157.494	- 157.494	- 157.494
Utilidad Antes de Impuesto	3.298.052	8.935.575	10.206.587	11.655.541	13.307.349	15.190.410	15.190.410
Impuestos a las ganancias	- 791.735	- 2.412.605	- 2.755.779	- 3.146.996	- 3.592.984	- 4.101.411	- 4.101.411
Utilidad (pérdida) del ejercicio	2.506.317	6.522.970	7.450.809	8.508.545	9.714.365	11.088.999	11.088.999
Ajustes al Flujo de Caja							
Depreciación	221.759	3.299.978	3.761.975	4.288.651	4.889.063	5.573.531	5.573.531
Ingresos Financieros después de Impuesto	- 70.670	- 236.935	- 236.935	- 236.935	- 236.935	- 236.935	- 236.935
Costos Financieros después de Impuesto	210.576	674.710	674.710	674.710	674.710	674.710	674.710
Diferencia de Cambio	191	- 15.352	- 15.352	- 15.352	- 15.352	- 15.352	- 15.352
Resultado por unidades de reajuste	62.225	157.494	157.494	157.494	157.494	157.494	157.494
Participación en asociadas y negocios conjuntos contab. método de la participación/Después de impuesto	- 137.336	- 42.981	- 42.981	- 42.981	- 42.981	- 42.981	- 42.981
Flujo de Caja Bruto	2.793.062	10.359.883	11.749.719	13.334.132	15.140.363	17.199.466	17.199.466
Inversión en Reposición	- 887.038	- 3.299.978	- 3.761.975	- 4.288.651	- 4.889.063	- 5.573.531	- 5.573.531
Nuevas Inversiones	- 2.204.960	- 7.607.858	- 9.292.619	- 10.593.586	- 12.076.688		
Aumentos en Capital de trabajo	4.521.143	- 4.795.346	918.148	- 1.046.688	- 1.193.225		
Flujo de Caja Libre	4.222.208	- 5.343.298	- 2.223.022	- 2.594.793	- 3.018.612	11.625.935	11.625.935
Valor Terminal						142.404.884	
Flujo de caja libre + Valor Terminal	4.222.208	- 5.343.298	- 2.223.022	- 2.594.793	- 3.018.612	154.030.819	
Flujo de Caja Descontado	4.140.177	- 4.844.021	- 1.863.192	- 2.010.638	- 2.162.497	102.017.163	
Suma FCL Descontado	95.276.992						

38. Valoración Económica de la Empresa y de su Precio de Acción

A partir del flujo de caja proyectado hemos calculado el valor presente de los FCL con ajustes de, más el valor terminal de la perpetuidad, en donde hemos obtenido el valor económico de Compañía de Cervecerías Unidas S.A al 30 de Septiembre de 2015, el cual corresponde a **UF87.119.732**. Posteriormente a modo de calcular el valor económico del Patrimonio de CCU, se efectuaron los ajustes respectivos en donde el resultado obtenido es de \$7.569. Este precio tan solo un 0,9% inferior al de mercado (\$7.675), lo cual indica que el precio de la acción determinado por medio de la presente valoración mediante el método de flujo de caja descontado, se encuentra en su precio justo.

Valor de Activos Operacionales	95.276.992
Inversiones contabilizadas bajo el método de Participación	1.984.392
Activos Prescindibles	8.530.195
Exceso de CTON al 30 de sep. del 2015	480.280
Valor Economico de los Activos	106.271.859
Deuda Financiera	- 7.991.389
Valor Patrimonio Económico	114.263.247
N° de Acciones	318.503.872
Precio de la Acción	0,359
Valor UF	25.346,89
Precio de la Acción calculado en \$	9.093

39. Conclusiones

Luego de haber valorado CCU mediante la metodología de Flujo de Caja Descontado podemos concluir que precio obtenido se encuentra cercano al precio de mercado al 30 de Septiembre de 2015, al respecto podemos señalar:

- Si bien luego de valorizar a la compañía obtuvimos un precio de \$9.093 respecto de \$7.675 a la misma fecha, debemos mencionar que en nuestra valoración hemos incorporado flujos provenientes de nuevos proyectos, situación que no podemos asegurar se encuentren indexados en las proyecciones del mercado a Septiembre de 2015, principalmente por la importante cantidad de situaciones macroeconómicas que se encuentran circundando la región, como lo es el caso de Argentina, Perú y Bolivia.
- La valoración mediante método de Flujos de Caja Libre efectuada incluyó los factores extrínsecos como los precios de mercado de la acción, la tasa de interés, entre otros, además de otros factores intrínsecos como la contabilidad de la propia compañía en adición a algunas definiciones corporativas, sólo estos dos elementos provocan que exista una mayor proximidad en el cálculo al precio real de la acción.
- El hecho que en esta metodología sea necesario aprender acerca del negocio, estados financieros, mercado, las perspectivas de crecimiento de la empresa bajo análisis, proporciona una mejor comprensión de una empresa y del precio de sus acciones, no siendo influenciada la valoración por fluctuaciones aleatorias de la bolsa de valores.
- En lo que respecta al método de valorización, es importante señalar lo relevante que resultan los supuestos utilizados durante las proyecciones, pues dependiendo de ellos, es posible derivar en valores diametralmente distintos, lo anterior se suma a la gran cantidad de información necesaria para un cálculo exacto, situación que incrementa las probabilidades de error mediante la metodología de Flujo de Caja Descontado.

Bibliografía

Métodos de Valoración de Empresas, IESE Business School, Pablo Fernández, Noviembre, 2008.

Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica, Carlos Maquieira, Editorial Andrés Bello, Tercera Edición, 2010.

Estados Financieros Consolidados, Auditado por PriceWaterHouseCoopers, Superintendencia de Valores y Seguros, 2010.

Estados Financieros Consolidados, Auditado por PriceWaterHouseCoopers, Superintendencia de Valores y Seguros, 2011.

Estados Financieros Consolidados, Auditado por PriceWaterHouseCoopers, Superintendencia de Valores y Seguros, 2012.

Estados Financieros Consolidados, Auditado por PriceWaterHouseCoopers, Superintendencia de Valores y Seguros, 2013.

Estados Financieros Consolidados, Auditado por PriceWaterHouseCoopers, Superintendencia de Valores y Seguros, 2014.

Estados Financieros Consolidados, Auditado por PriceWaterHouseCoopers, Superintendencia de Valores y Seguros, Septiembre 2015.

Sector Bebidas: CCU, CORPresearch, 15 de febrero de 2015.

Sector Bebidas: CCU, CORPresearch, 25 de marzo de 2015.

Página web: www.svs.cl

Página web: www.ccu.cl

Página web: www.bolsadesantiago.cl

Página web: www.andina.cl

Página web: www.embonor.cl

Anexo I Ficha de la Empresa CCU

	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	<ol style="list-style-type: none"> 1. Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), a través de la Ley referida al Mercado de Valores 18.045 y la Ley de Sociedades Anónimas 18.046 2. Ministerio de Salud, mediante la Ley N°18.455 que regula la Producción, elaboración y comercialización de bebidas alcohólicas. Además se encuentra vigente el decreto N° 464 referido a la zonificación vitícola, el decreto N°521 que reglamenta la denominación de origen del pisco, el decreto N°106 de Aguas Minerales, la Ley N° 19.925 referida al expendio y consumo de bebidas alcohólicas, el decreto N°977, reglamento sanitario de los alimentos y código sanitario. 3. Ministerio del Medio Ambiente.
12 Mayores Accionistas	
Nombre	Participación (%)
Inversiones y Rentas S.A.	53,16
J P Morgan Chase Bank	16,28
Banco ITAU por cuenta de inversionistas	8,55
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	7,27
Inversiones Irsa Ltda.	6,84
Banco Santander por cuenta de inv. Extranjeros	2,38
Banco Santander -HSBC BANK PLC London Client Account	0,70
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	0,57
AFP Provida S.A. para Fondo de Pensión C	0,39
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	0,25
Bolsa Electronica de Chile Bolsa de Valores	0,20
AFP Provida S.A. Para Fondos de Pensión D	0,19

Anexo II Empresas Comparables

Nombre de la Empresa	Embotelladora Andina S.A.
Ticker o Nemotécnico	IPSA:Andina –A , Andina -B NYSE (New York) AKO/A :US AKO/B
Clase de Acción	IPSA :SERIE A / Nemo: ANDINA-A IPSA:SERIE B/Nemo: Andina –B
Derechos de cada Clase	Las acciones de la serie B, cuentan con un veto o preferencia, contenida en el artículo 5° de los estatutos de la sociedad, consistente en el quórum especial que requiere la Junta Extraordinaria de Accionistas para decidir acerca de actos y contratos que dicen relación con los derechos de aprovechamiento de aguas y concesiones sanitarias de Aguas Andinas.
Mercado donde Transa sus acciones	Chile :Bolsa de Santiago EEUU: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. 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)	Rubro: Alimenticias y Bebidas
Negocios en que se encuentra	Embotelladora Andina se dedica a la producción, comercialización y distribución de distintos productos dentro del rubro de bebestibles no alcohólicos. Principalmente produce, comercializa y distribuye bebidas gaseosas Coca-Cola en Chile, Brasil, Argentina y Paraguay.

Nombre de la Empresa	EMBONOR S.A.
Ticker o Nemotécnico	EMBONOR A EMBONOR B
Clase de Acción	Serie A Serie B
Derechos de cada Clase	Serie A: Tiene derecho a elegir 6 directores titulares y a sus respectivos suplentes. Total acciones Serie A: 244.420.704. Serie B: Derecho a convocar Junta Ordinaria 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 de acciones Serie B 266.432.526
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores; Bolsa de Corredores de Valparaíso; y en la Bolsa Electrónica de Chile.
Descripción de la Empresa (profile)	Embotellador de bebidas licenciada por Coca-Cola en Chile y Bolivia, es la segunda mayor embotelladora del sistema Coca-Cola en Chile, con una participación de mercado del 65%.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebidas y Cervezas
Negocios en que se encuentra	Embotellador de bebidas refrescantes licenciadas por la Compañía Coca-Cola en Chile y Bolivia.

Anexo III Amortización Bono Serie H

Valor Bono	5.000.000	
Monto	6.176.903	4.992.500
Tasa	1,1%	99,85%
Periodos	20	

Valor cuota 344.453

Periodo	Capital	Interes	Amortización	Pago	Saldo
1	5.000.000	53.125	0	0	5.053.125
2	5.053.125	53.689	0	0	5.106.814
3	5.106.814	54.260	0	0	5.161.074
4	5.161.074	54.836	0	0	5.215.911
5	5.215.911	55.419	0	0	5.271.330
6	5.271.330	56.008	0	0	5.327.338
7	5.327.338	56.603	0	0	5.383.941
8	5.383.941	57.204	0	0	5.441.145
9	5.441.145	57.812	0	0	5.498.957
10	5.498.957	58.426	0	0	5.557.384
11	5.557.384	59.047	0	0	5.616.431
12	5.616.431	59.675	0	0	5.676.105
13	5.676.105	60.309	0	0	5.736.414
14	5.736.414	60.949	0	0	5.797.363
15	5.797.363	61.597	0	0	5.858.960
16	5.858.960	62.251	0	0	5.921.212
17	5.921.212	62.913	0	0	5.984.125
18	5.984.125	63.581	0	0	6.047.706
19	6.047.706	64.257	0	0	6.111.963
20	6.111.963	64.940	0	0	6.176.903
21	6.176.903	65.630	278.823	344.453	5.898.079
22	5.898.079	62.667	281.786	344.453	5.616.293
23	5.616.293	59.673	284.780	344.453	5.331.513
24	5.331.513	56.647	287.806	344.453	5.043.708
25	5.043.708	53.589	290.864	344.453	4.752.844
26	4.752.844	50.499	293.954	344.453	4.458.890
27	4.458.890	47.376	297.077	344.453	4.161.813
28	4.161.813	44.219	300.234	344.453	3.861.579
29	3.861.579	41.029	303.424	344.453	3.558.155
30	3.558.155	37.805	306.648	344.453	3.251.508
31	3.251.508	34.547	309.906	344.453	2.941.602
32	2.941.602	31.255	313.198	344.453	2.628.404
33	2.628.404	27.927	316.526	344.453	2.311.877
34	2.311.877	24.564	319.889	344.453	1.991.988
35	1.991.988	21.165	323.288	344.453	1.668.700
36	1.668.700	17.730	326.723	344.453	1.341.977
37	1.341.977	14.259	330.194	344.453	1.011.782
38	1.011.782	10.750	333.703	344.453	678.080
39	678.080	7.205	337.248	344.453	340.831
40	340.831	3.621	340.832	344.453	-1

Anexo IV Amortización Bono Serie E

Monto	2.000.000	1.948.000
Tasa	2,0%	97,40%
Periodos	40	
Valor cuota	73.111	

Periodo	Capital	Interes	Amortización	Pago	Saldo
1	2.000.000	40.000	33.111	73.111	1.966.889
2	1.966.889	39.338	33.774	73.111	1.933.115
3	1.933.115	38.662	34.449	73.111	1.898.666
4	1.898.666	37.973	35.138	73.111	1.863.527
5	1.863.527	37.271	35.841	73.111	1.827.686
6	1.827.686	36.554	36.558	73.111	1.791.129
7	1.791.129	35.823	37.289	73.111	1.753.840
8	1.753.840	35.077	38.035	73.111	1.715.805
9	1.715.805	34.316	38.795	73.111	1.677.010
10	1.677.010	33.540	39.571	73.111	1.637.438
11	1.637.438	32.749	40.363	73.111	1.597.076
12	1.597.076	31.942	41.170	73.111	1.555.906
13	1.555.906	31.118	41.993	73.111	1.513.912
14	1.513.912	30.278	42.833	73.111	1.471.079
15	1.471.079	29.422	43.690	73.111	1.427.389
16	1.427.389	28.548	44.564	73.111	1.382.825
17	1.382.825	27.657	45.455	73.111	1.337.370
18	1.337.370	26.747	46.364	73.111	1.291.006
19	1.291.006	25.820	47.291	73.111	1.243.715
20	1.243.715	24.874	48.237	73.111	1.195.478
21	1.195.478	23.910	49.202	73.111	1.146.276
22	1.146.276	22.926	50.186	73.111	1.096.090
23	1.096.090	21.922	51.190	73.111	1.044.900
24	1.044.900	20.898	52.213	73.111	992.687
25	992.687	19.854	53.258	73.111	939.429
26	939.429	18.789	54.323	73.111	885.106
27	885.106	17.702	55.409	73.111	829.697
28	829.697	16.594	56.518	73.111	773.179
29	773.179	15.464	57.648	73.111	715.531
30	715.531	14.311	58.801	73.111	656.730
31	656.730	13.135	59.977	73.111	596.753
32	596.753	11.935	61.176	73.111	535.577
33	535.577	10.712	62.400	73.111	473.177
34	473.177	9.464	63.648	73.111	409.529
35	409.529	8.191	64.921	73.111	344.608
36	344.608	6.892	66.219	73.111	278.389
37	278.389	5.568	67.544	73.111	210.845
38	210.845	4.217	68.895	73.111	141.950
39	141.950	2.839	70.272	73.111	71.678
40	71.678	1.434	71.678	73.111	0

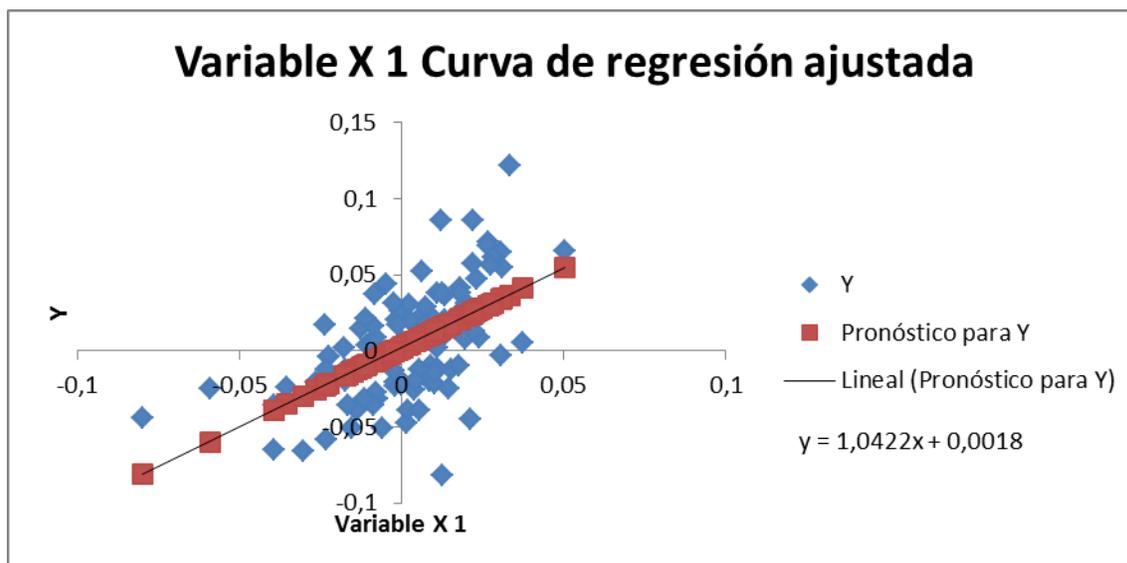
Anexo V Regresiones 2011

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coeficiente de correlac	0,574597008
Coeficiente de determi	0,330161722
R ² ajustado	0,32359468
Error típico	0,029970677
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados de los cuac	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,0451596	50,27556161	1,79299E-10
Residuos	102	0,09162063	0,00089824	
Total	103	0,13678023		

	Coeficientes	Error típico	Estadístico t	P Value
Intercepción	0,001813878	0,00294911	0,61505912	0,539885455
Variable X 1	1,042191614	0,14698368	7,09052619	0,00000000



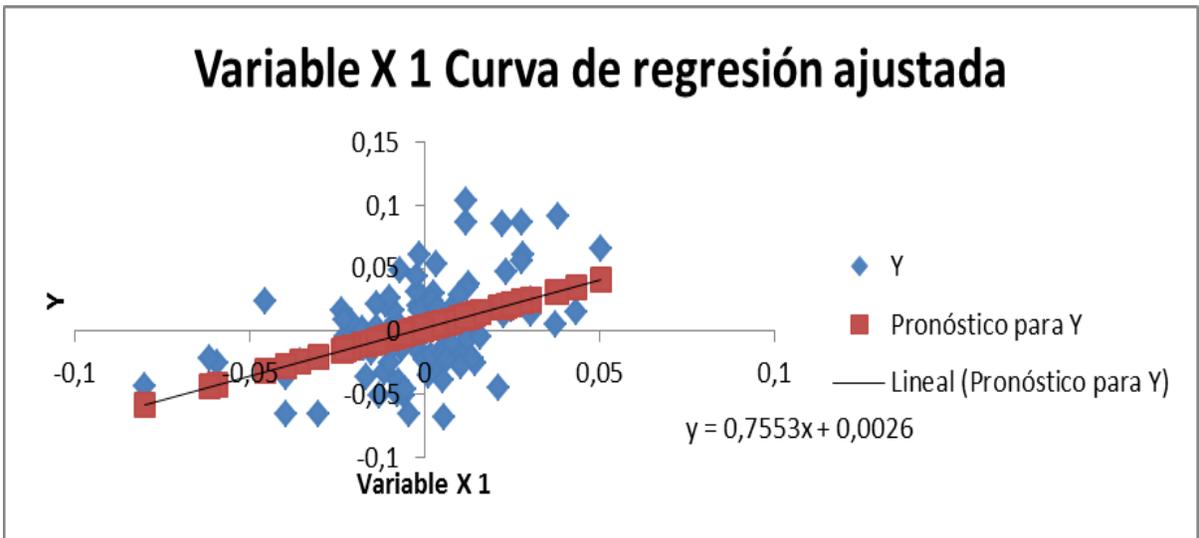
Anexo VI Regresiones 2012

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,44382211
Coefficiente de determinación R ²	0,196978066
R ² ajustado	0,189181736
Error típico	0,031597292
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,025224781	0,025224781	25,2654876	2,11457E-06
Residuos	103	0,10283405	0,000998389		
Total	104	0,128058831			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad
Intercepción	0,002611527	0,003085447	0,846401661	0,3992909
Variable X 1	0,755265644	0,150257406	5,026478651	0,00000000



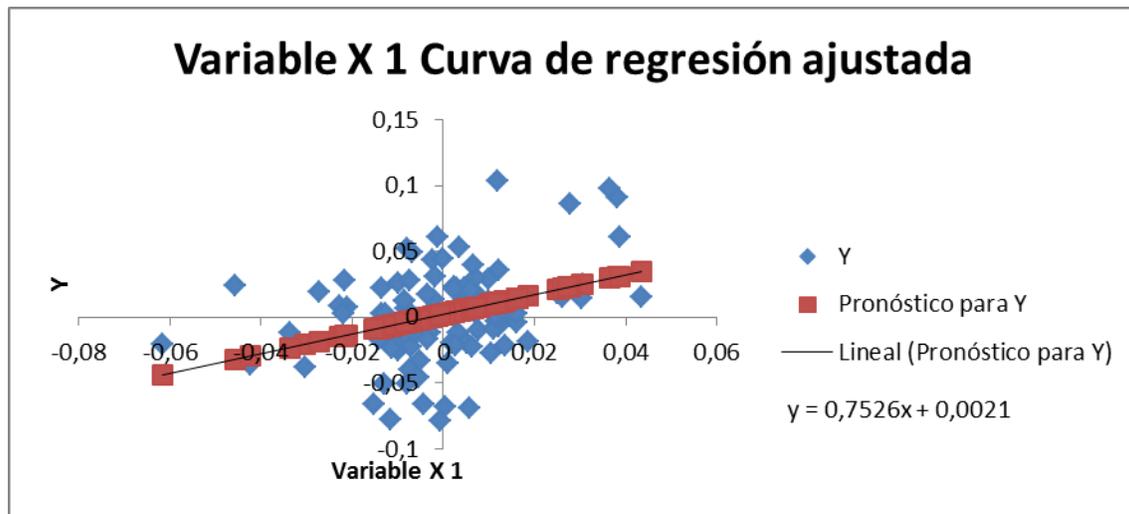
Anexo VII Regresiones 2013

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,37013747
Coefficiente de determinación R ²	0,13700175
R ² ajustado	0,12854098
Error típico	0,03227644
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

		<i>Grados de libertad de cuadrado de los cuac</i>		<i>F</i>	<i>Valor crítico de</i>
Regresión	1	0,01686894	0,01686894	16,19259165	0,00011003
Residuos	102	0,10626043	0,00104177		
Total	103	0,12312936			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	0,00212709	0,00316514	0,67203658	0,503079803
Variable X 1	0,75259321	0,18702606	4,02400194	0,00011003



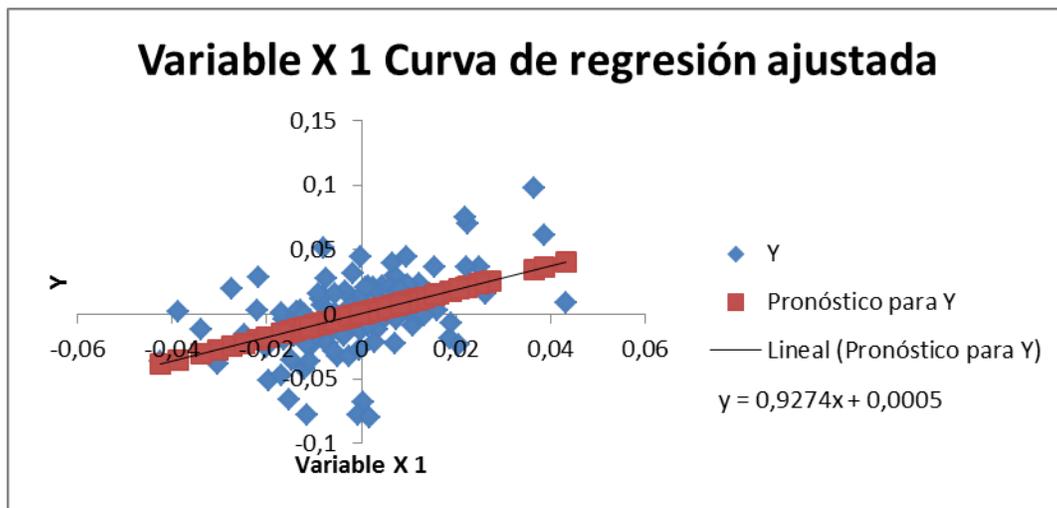
Anexo VIII Regresiones 2014

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,46470792
Coefficiente de determinación R ²	0,21595345
R ² ajustado	0,20826672
Error típico	0,02736719
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

		<i>Grados de libertad</i>	<i>de cuadrado de los cuac</i>	<i>F</i>	<i>valor crítico de</i>
Regresión	1	0,02104161	0,02104161	28,0943165	6,711E-07
Residuos	102	0,07639425	0,00074896		
Total	103	0,09743586			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	0,00045181	0,00268483	0,16828303	0,866693857
Variable X 1	0,92742676	0,17497274	5,3004072	0,00000067



Anexo IX Regresiones 2015

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,49041116
Coefficiente de determinación R ²	0,2405031
R ² ajustado	0,23305706
Error típico	0,02730791
Observaciones	104

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Media Cuadrado	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,02408639	0,02408639	32,29942977	1,2604E-07
Residuos	102	0,07606364	0,00074572		
Total	103	0,10015003			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad
Intercepción	0,00240357	0,00267848	0,89736277	0,371638575
Variable X 1	1,08783619	0,19141064	5,68325873	0,00000013

