



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

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

Alumno: Carolina Leal

Profesor Guía: Marcelo Gonzalez

Santiago, Abril 2017

Tabla de Contenido

Resumen Ejecutivo	5
1. Metodología	6
Principales Métodos de Valoración	6
Modelo de descuento de dividendos	6
Método de Flujos de Caja Descontados.....	7
2. Descripción de la Empresa y la Industria	11
Mercado de bebestibles en Chile	12
3. Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	15
Tasas de Crecimiento reales de CCU	15
Tasas de Crecimiento reales de la Industria	15
Perspectivas de Crecimiento para la Industria 2016-2020.....	16
Análisis de Costos de Operación de CCU.....	16
Análisis de Cuentas no operacionales	18
Activos Operacionales:.....	19
Activos No Operacionales:	19
4. Proyección de EERR	21
Ingresos Por Ventas.....	21
Costo de ventas	21
Otros Ingresos por función	21
Costos de distribución	22
Gastos de Administración	22
Otros gastos por Función	22
Otras ganancias (pérdidas)	22

5. Flujo de Caja Libre	23
Depreciación y Amortización de Intangibles.....	23
Flujo de Caja Bruto (FCB)	23
Inversión de Reposición	23
Nuevas Inversiones	24
Inversión en Capital de Trabajo	25
Déficit o Exceso de Capital de Trabajo	26
Flujo de Caja Libre Proyectado.	26
6. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción.....	28
Activos Prescindibles (30/09/2016)	28
Deuda Financiera (30/09/2016).....	28
Valoración Económica del Precio de la Acción en Base al Método de Flujos de Caja Descontados	29
7. Conclusiones.....	30
8. Bibliografía	31
9. Anexos	32
Anexo 1.- Descripción de CCU.....	32
Anexo 2.- Competidores y Empresas Comparables	37
Anexo 3.- Bono Serie E	39
Anexo 4.- Bono Serie H.....	41

Índice de Cuadros/Tablas

Cuadro N°1: Mayores accionistas CCU.....	12
Cuadro N° 2: Tasa de crecimiento CCU.....	16

Cuadro N° 3: PIB.....	17
Cuadro N° 4: Perspectivas de crecimiento para la industria.....	17
Cuadro N° 5: Costos operacionales CCU.....	19
Cuadro N° 6: Flujo de caja proyectado para CCU.....	23
Cuadro N° 7: Depreciación y amortización de intangibles para CCU.....	24
Cuadro N° 8: Flujo de caja bruto para CCU.....	24
Cuadro N° 9: Inversión de reposición para CCU.....	25
Cuadro N° 10: Nuevas inversiones para CCU.....	25
Cuadro N° 11: Inversión en capital de trabajo para CCU.....	26
Cuadro N° 12: Cálculo de capital de trabajo para CCU.....	26
Cuadro N° 13: Inversión en capital de trabajo proyectado para CCU.....	26
Cuadro N° 14: Déficit o exceso de capital de trabajo para CCU.....	27
Cuadro N° 15: Flujo de caja proyectado para CCU.....	28
Cuadro N° 16: Activos prescindibles para CCU.....	29
Cuadro N° 17: Deuda financiera para CCU.....	29
Cuadro N° 18: Val. Eco. CCU por método de flujos de caja descontados.....	30

Resumen Ejecutivo

En este documento se desarrolla la valoración económica de la empresa Compañía Cervecerías Unidad S.A. (CCU) al 30 de Septiembre de 2016 a través del Método de Flujos de Caja Descontados mediante el cual se estimó el valor de la acción de \$6.943, variando un +4,5% con respecto al real del mercado a esa fecha que fue \$6.645.

Para la valorización de la empresa se utiliza la información publicada en los Estados Financieros de la empresa contenidos desde Diciembre de 2012 a Septiembre de 2016. Para la estimación de los flujos futuros se utiliza la información de mercado publicada hasta Septiembre de 2016.

Se proyectan los Flujos de Caja hasta el año 2020, más perpetuidad desde 2021 sin perspectivas de crecimiento.

El cálculo de la tasa de descuento es de 12,59%, considerando una tasa libre de riesgo de 1,63% (BCU-30 al 29 de Septiembre de 2016) y un premio por riesgo de mercado de 8,17% (Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a Julio de 2016).

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 el método de flujos de caja descontados, ya que este 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 Maquieira, 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 valorización 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

K_p = 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.

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

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 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

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

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.

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.

2. Descripción de la Empresa y la Industria

La Compañía de Cervecerías Unidas S.A (CCU) CCU es una empresa diversificada de bebestibles, con operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay. CCU es el mayor cervecero chileno, el segundo mayor productor de bebidas gaseosas en Chile, el mayor productor de aguas y néctares en Chile, y el mayor productor de pisco. Es uno de los mayores productores de vino en Chile, y el segundo mayor exportador de vinos chilenos.

Sus acciones son transadas en los mercados bursátiles de Chile y en la Bolsa de Valores de Nueva York. Sus principales accionistas son Quiñenco S.A., holding de la familia Luksic, y Heineken Chile Ltda.

CCU cuenta con más de 8.000 trabajadores y produce anualmente más de 24,8 millones de hectolitros de bebestibles, atendiendo sólo en Chile y Argentina a más de 286.000 clientes.

Los principales contratos de licencia, distribución y/o joint ventures de la Compañía incluyen Heineken Brouwerijen B.V., Anheuser-Busch Incorporated, PepsiCo Inc., Seven-up International, Schweppes Holdings Limited, Société des Produits Nestlé S.A., Pernod Ricard Chile S.A., Watt´s S.A., y Coors Brewing Company.

Mayores Accionistas	% de propiedad
INV Y RENTAS S A	53,16%
J P MORGAN CHASE BANK SEGUN CIRCULAR	15,23%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	8,43%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	7,89%
INV IRSA LTDA	6,84%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	2,52%
BANCO SANTANDER-HSBC BANK PLC LONDON CLIENT ACCOUN	0,73%
BANCHILE C DE B S A	0,70%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION C	0,20%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	0,20%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	0,19%
VALORES SECURITY S A C DE B	0,19%

Cuadro N°1: Mayores accionistas CCU

Mercado de bebestibles en Chile

Desde 2001 que el consumo de bebidas carbonatadas en Chile no ha dejado de crecer. Ese año, se consumían 86,8 litros per cápita mientras que el año pasado fueron 126,5. A pesar de esto, el 2015 se caracterizó por el freno en el consumo de este tipo de bebestibles cuando sólo se registró un crecimiento de un 0,1% respecto a 2014, año en el que se consumieron 126,4 litros per cápita. Así lo indican cifras recaudadas por Euromonitor International que además proyectan que la tendencia para los próximos años.

Según estima el organismo hacia 2020 un chileno comprará 117 litros de bebida gaseosa al año, lo que significará una contracción de cerca del 2% anual.

Sin embargo, dentro de esta disminución, las bebidas reducidas en azúcar comienzan a destacarse en ventas.

Según explica Andres Musalem, research analyst de Euromonitor International, el año pasados las bebidas cola en sus formatos “light” , “dieta” o “zero” aumentaron cerca de un 5% su volumen de consumo. “A pesar de ello, su volumen de venta es pequeño comparado en el conjunto de las carbonatadas y no lograría “sacar a flote” a la categoría en su conjunto en el quinquenio que viene”, indica el analista.

En ese sentido Musalem explica que los consumidores muestran una tendencia por migrar de las carbonatadas hacia el consumo de aguas, jugos y néctares. “Esto tiene que ver con la tendencia a llevar una vida saludable, cuidar el cuerpo y poner atención a la alimentación, por lo cual ganan cuotas de mercado los productos que sean percibidos por los consumidores como más saludables y que aporten al bienestar físico. Es decir, productos que hidraten, refresquen y tengan buen sabor pero de forma sana”, indica.

Agua embotellada. A propósito del estancamiento en el consumo de bebidas, el agua embotellada vive su mejor momento, registrando un incremento de 8% en 2015 en su volumen de ventas. El consumo en Chile pasó de 17 litros por persona al año en 2010, a 26 litros en el 2015, y según explica el research analyst de Euromonitor International, se proyecta que para 2020 podría llegar a los 34 litros. En ese sentido, la tendencia de

consumo en Chile comienza a parecerse a la registrada en Estados Unidos (ver gráfico) donde en 2015 el consumo de agua embotellada casi igualó al de bebidas carbonatadas y ya se proyecta que lo supere este año. “En Chile el fenómeno es más reciente, por lo cual aún no vemos que las ventas de agua embotellada sobrepasen a las bebidas carbonatadas dentro de los próximos 5 años. Independientemente de que la migración que ocurre desde carbonatadas hacia otras categorías haya comenzado en Chile, el peso que tienen las carbonatadas es aún dominante: 68% del consumo de todas las bebidas embotelladas sin alcohol en 2015 aún son carbonatadas, mientras que las aguas embotelladas representan cerca del 13% del volumen”, explica el experto.⁵

El consumo mundial de alcohol anotó una caída de 0,7% durante 2015, la primera en una década. Sin embargo, Chile, en línea con América Latina siguió con números azules, aunque anotó un "frenazo" respecto al desempeño de años anteriores. Según un estudio de Euromonitor, el consumo total de alcohol en el país subió 2,1% el año pasado, en relación a 2014, llegando hasta un volumen de 1.099 millones de litros anuales, cifra que alcanza los 61,3 litros por persona. Sin bien los datos muestran un alza, ésta se explica principalmente por las compras en el retail (supermercados, botillerías, etc) cuyo consumo llegó a los 919,8 millones, frente a la baja que registró el consumo en restaurante y pubs, entre otros locales, donde se consumieron 179,8 millones de litros durante 2015. "Va creciendo lo que se compra en retail versus lo que se vende en food service. Hay algunos factores que han empujado a eso, como la Ley Emilia, el mayor cuidado de las personas hace que prefieran 'carretear indoor', y otro factor apunta que la gente tiene menos dinero disponible en los bolsillos, frente a un panorama de crisis económica", sostiene Andrés Musalem, analista de Euromonitor. El freno del consumo fue arrastrado por el casi nulo crecimiento de la categoría cervezas, aunque la mayor competencia ante nuevos lanzamientos de productos en el sector permitió que éste se mantuviera en números azules.⁶

⁵ Pulso.cl - <http://www.pulso.cl/noticia/empresa---mercado/empresa/2016/04/11-83845-9-consumo-de-bebidas-en-chile-se-frena-y-agua-embotellada-gana-terreno.shtml>

⁶ Emol.com - <http://www.emol.com/noticias/Economia/2016/05/24/804399/Crece-consumo-de-alcohol-en-Chile-en-2015-y-tendencia-apunta-a-la-se-sofisticacion.html>

Si bien The Coca Cola Company en Chile, a través de las embotelladoras Embonor y Andina, ha mantenido una tendencia al alza y una evidente supremacía en el mercado de las bebidas carbonatadas, con una participación de mercado en torno al 65%, la Compañía de Cervecerías Unidas (CCU) comienza a aparecer como un potente competidor, que ya se hace del 26% de la industria, con marcas como Pepsi, Pepsi Light y Canada Dry. Es claro que Embonor y Embotelladora Andina siguen dominando el terreno en Chile con sus variedades de Coca-Cola, además de Fanta, Sprite, Nordic y Quatro, con sus respectivas versiones sin azúcar. Sin embargo, CCU también se ha adecuado a las exigencias del mercado y ya ofrece versiones light de todas sus bebidas Pepsi, Canada Dry, Crush, Limón Soda y 7 up.⁷

⁷ Pulso.cl-<http://www.pulso.cl/noticia/empresa---mercado/empresa/2015/07/11-67123-9-ccu-logra-arrebatarle-minima-porcion-de-mercado-a-cocacola-en-negocio-de-bebidas.shtml>

3. Análisis Operacional del Negocio e Industria

Tasas de Crecimiento reales de CCU

Las tasas de crecimiento reales de las ventas de la empresa, según los estados de resultados, para los años 2012 a septiembre de 2016 se calcularon como variación porcentual anual en términos reales. Se puede destacar el crecimiento que ha tenido la empresa desde 2012 a 2015 y el estancamiento que tuvo la empresa al 30 de Septiembre de 2016 comparado con el 30 de Septiembre de 2015.

Ingresos Por Ventas

	Al 31 de diciembre de 2012	Al 31 de diciembre de 2013	Al 31 de diciembre de 2014	Al 31 de diciembre de 2015	Al 30 de septiembre de 2015	Al 30 de septiembre de 2016
	UF	UF	UF	UF	UF	UF
Ingresos por ventas	47.095.209	51.362.038	52.704.797	58.463.711	41.283.935	41.141.805
Tasa de Crecimiento real		9%	3%	11%		0%
UF	22.840,75	23.309,56	24.627,10	25.629,09	25.346,89	26.224,30

Cuadro N° 2: Tasa de crecimiento CCU

Tasas de Crecimiento reales de la Industria

CCU se encasilla dentro de la industria de bebestibles y tabaco la que muestra un decrecimiento en el tercer trimestre de 2016 en el reporte de Cuentas nacionales del banco Central. Esta tendencia también se puede observar en el reporte de Euromonitor International donde muestra la disminución en el consumo de bebidas. Además El fenómeno de “el niño” y el cambio climático son los dos fenómenos que han hecho que la cosecha de este año 2016 haya sido un 27% inferior a la del año pasado. Y no sólo el descenso en volumen sino que también ha existido un retraso en la maduración de la cosecha, y por tanto en producción. Sin embargo, los chilenos han experimentado un auge en el consumo de agua embotellada en los últimos años, de acuerdo con Euromonitor Internacional, desde el año 2010 el consumo ha aumentado de 17 litros por persona y año a 26 litros, lo que equivale a un aumento del 53%.

Sin embargo, el crecimiento en las ventas de CCU en los años 2012 en adelante son superiores al desempeño de la industria, por lo que agregamos el histórico del PIB cuyo comportamiento es más similar a las tasas de crecimiento de CCU.

	2012	2013	2014	2015	2016
PIB	5,50%	4,00%	1,90%	2,30%	1,60%

Cuadro N° 3: PIB

Perspectivas de Crecimiento para la Industria 2016-2020

Las perspectivas de la industria se proyectan en un decrecimiento cercano al 2% según Euromonitor International, pero como ya comentábamos no nos parece que esta sea la perspectiva para CCU por lo que utilizaremos de pivote el PIB cuyo crecimiento según el banco Central se espera sobre el 1,6%. Por lo tanto la tasa de crecimiento para CCU en este ejercicio será 1,6% para los años 2016 a 2020.

Perspectivas de crecimiento industria

	2016	2017	2018	2019	2020
Industria (Bebidas y Tabaco)	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,6%	-1,6%
Consumo de Litros per capita (bebidas)	125	123	121	119	117

Cuadro N° 4: Perspectivas de crecimiento para la industria

Análisis de Costos de Operación de CCU

Costos de venta de productos. Los costos de venta incluyen el costo de producción de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta.

Estos costos incluyen, entre sus principales:

- Costos de materias primas
- Costo de envasado
- Costos de la mano de obra del personal de producción
- Depreciación de los activos relacionados a la producción
- Depreciación de los envases retornables
- Pagos por licencias
- Costos operativos y de mantenimiento de plantas y equipos

Otros gastos por función. Otros gastos por función comprenden, principalmente:

- Gastos de publicidad y promoción
- Depreciaciones de activos de venta
- Gastos de venta
- Gastos de marketing (conjuntos, letreros, neones en instalaciones de clientes)
- Remuneraciones y compensaciones del personal de marketing y ventas.

Costos de distribución. Los costos de distribución comprenden todos aquellos gastos necesarios para entregar los productos a los clientes.

Gastos de administración. Los gastos de administración comprenden:

- Remuneraciones y compensaciones del personal de las unidades de apoyo
- Depreciaciones de oficinas, equipos, instalaciones y muebles utilizados en estas funciones
- Amortizaciones de activos no corrientes y otros gastos generales y de administración.

Medio ambiente. En caso de existir pasivos ambientales se registran sobre la base de la interpretación actual de las leyes y reglamentos ambientales, cuando sea probable que una obligación se produzca y el importe de dicha responsabilidad se pueda calcular de forma fiable.

Los desembolsos asociados a la protección del medio ambiente se imputan al Estado Consolidado Intermedio de Resultados por Función cuando se incurren, excepto, las inversiones en obras de infraestructura destinadas a cumplir requerimientos medioambientales, las cuales se activan siguiendo los criterios contables generales para propiedades, plantas y equipos.

COSTOS OPERACIONALES

Costos y gastos por naturaleza	2012	2013	2014	2015	2016
Costos directos	361.570.855	382.645.778	433.749.832	485.391.583	376.439.983
Materiales y mantenciones	27.740.998	32.596.344	38.678.842	43.093.939	35.710.713
Remuneraciones (1)	128.161.486	155.010.442	169.331.464	197.915.151	154.018.765
Transporte y distribución	154.488.838	184.417.248	201.371.151	234.431.464	164.929.301
Publicidad y promociones	75.977.235	85.063.591	105.649.991	117.921.841	69.554.665
Arriendos	10.985.054	12.201.288	13.347.091	13.641.122	12.258.430
Energía	27.713.998	25.398.656	29.566.627	25.178.032	17.499.518
Depreciaciones y amortizaciones	54.760.120	64.246.496	68.607.566	81.566.802	59.528.448
Otros gastos	54.760.120	72.889.696	83.207.159	100.872.027	74.201.751
TOTAL	900.086.255	1.014.469.539	1.143.509.723	1.300.011.961	964.141.574

Cuadro N° 5: Costos operacionales CCU

Análisis de Cuentas no operacionales

Cuentas no operacionales de carácter recurrente:

- Ingresos Financieros (instrumentos financieros).
- Préstamos financieros
- Diferencias de Cambio (diferencias por tipo de cambio, cuentas por cobrar, por pagar y obligaciones con bancos)
- Resultados por unidades de reajuste (bonos a largo plazo emitidos en UF)
- Venta de Activo fijo (transacciones recurrentes por política de la empresa).
- Arriendos (transacciones recurrentes por política de la empresa).
- Participaciones en asociadas y negocios conjuntos (inversiones permanentes).
- Resultados de contratos de derivados (fair value en la liquidación de contratos Forward; resultados en forma recurrente por políticas de inversión de la compañía)
- Valor bursátil de valores negociables (fair value de los contratos forward no liquidados, resultados en forma recurrente por políticas de inversión de la compañía)

Activos Operacionales y No Operacionales

Activos Operacionales:

- Efectivo y equivalentes al efectivo: incluye el efectivo en caja, los saldos en bancos, los depósitos a plazo en entidades financieras, las inversiones en cuotas de fondos mutuos y los instrumentos financieros adquiridos con compromiso de retroventa (pactos), así como todas las inversiones a corto plazo de gran liquidez todos pactados a una tasa de interés fija, normalmente con un vencimiento de hasta tres meses
- Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar: cuentas por cobrar a clientes.
- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas: venta de productos y servicios prestados.
- Inventarios: inventarios según su naturaleza y grado de avance.
- Activos por impuestos corrientes: pagos provisionales mensuales y créditos por impuestos de subsidiarias argentinas.
- Propiedades, planta y equipo: terrenos, edificios, maquinarias, envases y contenedores y bienes en arrendamiento financiero.
- Activos intangibles distintos de Plusvalía: marcas comerciales y programas informáticos.
- Activos biológicos: incluye los costos asociados a la explotación agrícola (uva), los cuales son activados hasta la fecha en que se efectúa la cosecha, momento en el cual pasan a formar parte del costo de inventario de los procesos siguientes.

Activos No Operacionales:

- Propiedades de inversión: 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\$ 206.856 (M\$ 142.856 al 30 de septiembre de 2015); por otra parte en Argentina se encuentran 2 terrenos y 2 inmuebles arrendados, registrando un ingreso acumulado por M\$ 68.881 (M\$ 99.618 al 30 de septiembre de 2015). Adicionalmente, los gastos del período asociados al total de estas propiedades de inversión ascienden a M\$ 45.569 (M\$ 100.820 al 30 de septiembre de 2015).

- Plusvalía: La plusvalía representa el exceso del costo de adquisición de una combinación de negocios sobre la participación de la Compañía en el valor razonable de los activos identificables, pasivos y pasivos contingentes de la subsidiaria a la fecha de adquisición y es contabilizado a su valor de costo menos pérdidas acumuladas por deterioro. La plusvalía relacionada con adquisiciones de negocios conjuntos se incluye en el valor contable de la inversión.
- Otros Activos Financieros: Inversión en acciones y Derivados.

4. Proyección de EERR

Para realizar la proyección de los Estados de Resultados de la empresa desde el año 2016 al 2020, se utilizaron una serie de supuestos los cuales están fundamentados en diversos estudios de la industria y la misma empresa, considerando las estacionalidades propias del negocio y el país.

Estos supuestos fueron proyectados en las cuentas específicas del Estado de Resultados para obtener los valores futuros de la empresa.

Estos supuestos son los siguientes:

Ingresos Por Ventas

La industria ha tenido un decrecimiento en el último período, estimándose un decrecimiento en 2,7% para 2016. CCU por su parte ha tenido un desempeño superior en el mismo período, un 8% en promedio, sin embargo, desde septiembre 2015 a septiembre de 2016 el crecimiento ha sido cercano al 0%, por lo que la estacionalidad del mercado en el último trimestre del año debería repuntar y por lo tanto tener un crecimiento anual positivo a cierre de diciembre de 2016. Por lo tanto se consideró que lo más representativo del crecimiento de las ventas de CCU será la estimación del PIB que corresponde a un 1,6%. Este mismo crecimiento se considerará para los años 2016 a 2020.

Costo de ventas

Se estimó en un 48% de las ventas. Esto fue considerando el costo que ha tenido CCU durante 2016 con respecto a sus ingresos por ventas. Esta tasa se considera constante para los flujos proyectados de 2016 a 2020.

Otros Ingresos por función

Se estimó en UF 256.632 al igual que en 2015 y constantes para los años proyectados.

Costos de distribución

Se estimó en -15,7% del ingreso por ventas según el EERR hasta 30/09/2016.

Gastos de Administración

Se estima que se igual que el resultado de 2015 y constante para los flujos proyectados en 4.999.623 UF.


Otros gastos por Función

Se estima que se igual que el resultado de 2015 y constante para los flujos proyectados en UF 8.162.646.

Otras ganancias (pérdidas)

Se estimó en -11.331 UF como un promedio de los últimos 4 años y constante para los flujos proyectados.

Estos supuestos son utilizados en los Estados de Resultados proyectados desde el 2016 al 2020, los cuales se ven expresados en la siguiente tabla:

Estado de resultados Proyectados						
	2016	2016 4*T	2017	2018	2019	2020
	UF	UF	UF	UF	UF	UF
						
Ingresos por ventas	59.399.131	18.257.326	60.349.517	61.315.109	62.296.151	63.292.889
Costo de ventas	-28.629.183	-8.799.663	-29.087.250	-29.552.646	-30.025.488	-30.505.896
Margen bruto	30.769.948	9.457.663	31.262.267	31.762.463	32.270.663	32.786.993
Otros ingresos, por función	256.632	86.154	256.632	256.632	256.632	256.632
Costos de distribución	-9.355.061	-1.937.805	-9.504.742	-9.656.818	-9.811.327	-9.968.308
Gastos de administración	-4.999.623	-734.426	-4.999.623	-4.999.623	-4.999.623	-4.999.623
Otros gastos, por función	-8.162.646	-2.909.422	-8.162.646	-8.162.646	-8.162.646	-8.162.646
Otras ganancias (pérdidas)	-11.331	386.447	-11.331	-11.331	-11.331	-11.331
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	8.497.919	4.348.612	8.840.557	9.188.677	9.542.368	9.901.717
Ingresos financieros	372.462	193.925	372.462	372.462	372.462	372.462
Costos financieros	-903.374	-325.858	-903.374	-903.374	-903.374	-903.374
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	-61.766	141.857	-61.766	-61.766	-61.766	-61.766
Diferencias de cambio	-53.894	-6.387	-53.894	-53.894	-53.894	-53.894
Resultado por unidades de reajuste	-148.926	-73.583	-148.926	-148.926	-148.926	-148.926
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	7.702.421	4.278.566	8.045.059	8.393.179	8.746.869	9.106.219
Impuestos a las ganancias	-1.733.045	-1.291.253	-2.011.265	-2.140.261	-2.361.655	-2.458.679
Utilidad (pérdida) del ejercicio	5.969.376	2.987.313	6.033.794	6.252.918	6.385.215	6.647.540


Cuadro N° 6: Flujo de caja proyectado para CCU

5. Flujo de Caja Libre

Para el cálculo del Flujo de Caja Libre (FCL) se determinaron los siguientes ítem:

Depreciación y Amortización de Intangibles


Se considera la depreciación y amortización constante desde el 30 de Septiembre de 2017 para los años proyectados.

	2016 UF	2016 4°T UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF	2020 UF
Depreciación	2.837.466	567.493	2.837.466	2.837.466	2.837.466	2.837.466	2.837.466

Cuadro N° 7: Depreciación y amortización de intangibles para CCU

Flujo de Caja Bruto (FCB)

Para la estimación del flujo de caja bruto, se realizan ajustes reversando las cuentas que no representan un flujo operativo por parte de la empresa. Estos ajustes se aplican después de Impuesto y se extrae los montos por Depreciación y Amortización.


	2016 UF	2016 4°T UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF	2021 (perpetuidad) UF
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	7.702.421	4.278.566	8.045.059	8.393.179	8.746.869	9.106.219	9.106.219
Impuestos a las ganancias	-1.733.045	-1.291.253	-2.011.265	-2.140.261	-2.361.655	-2.458.679	-2.458.679
Utilidad (pérdida) del ejercicio	5.969.376	2.987.313	6.033.794	6.252.918	6.385.215	6.647.540	6.647.540
+ Depreciación del Activo Fijo y Amortizaciones	2.837.466	567.493	2.837.466	2.837.466	2.837.466	2.837.466	2.837.466
- Otros Ingresos por Función (después de Impuestos)	-198.890	-66.769	-192.474	-191.191	-187.341	-187.341	-187.341
+ Otros Gastos por Función (después de Impuestos)	6.326.051	2.254.802	6.121.985	6.081.171	5.958.732	5.958.732	5.958.732
- Otras Ganancias (después de Impuestos)	0	0	0	0	0	0	0
- Ingresos Financieros (después de Impuestos)	-288.658	-150.292	-279.346	-277.484	-271.897	-271.897	-271.897
+ Costos Financieros (después de Impuestos)	700.115	252.540	677.530	673.014	659.463	659.463	659.463
- Participación en Negocios Conjuntos (después de l	47.868	-109.939	46.324	46.015	45.089	45.089	45.089
+ Diferencias de Cambio	53.894	6.387	53.894	53.894	53.894	53.894	53.894
+ Resultado por unidad de Reajuste	148.926	73.583	148.926	148.926	148.926	148.926	148.926
Flujo de Caja Bruto (FCB)	15.596.149	5.815.118	15.448.100	15.624.730	15.629.546	15.891.871	15.891.871

Cuadro N° 8: Flujo de caja bruto para CCU

Inversión de Reposición

Al 30 de septiembre de 2016, la Compañía y sus subsidiarias mantienen compromisos de inversión de capital relacionados con propiedad, planta y equipos e Intangibles

(software) por un monto de M\$ 54.719.956. Esta inversión se supondrá constante para los flujos proyectados.

	2016 UF	2016 4°T UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF
 Inversión de Reposición	2.608.266	521.653	2.608.266	2.608.266	2.608.266	2.608.266

Cuadro N° 9: Inversión de reposición para CCU


Nuevas Inversiones

Basado en el actual desempeño operacional y su posición de liquidez, la Compañía estima que los flujos de efectivo provenientes de las actividades operacionales y el efectivo disponible serán suficientes para financiar el capital de trabajo, las inversiones de capital, los pagos de intereses, los pagos de dividendos y los requerimientos de pago de deudas, por los próximos 12 meses y el futuro previsible.

CCU reveló en su memoria 2015 un plan de inversión 2016-2019 por MMUSD\$ 966,6. *Fuente: Economía y Negocios, miércoles, 13 de abril de 2016.*

Las inversiones que realiza la compañía están orientadas tanto a la reposición normal de activos operacionales, modernizaciones y nuevas instalaciones para ampliar y mejorar la capacidad productiva como a la adquisición de participaciones en empresas afines a sus actividades en Chile y en el exterior, indicó la empresa en su balance de fin del año 2015.

Dado este último dato, se considerará un plan de inversión homogéneo para esos 4 años de MMUSD\$ 250 cada uno, evaluado al tipo de cambio del 30/09/2016 corresponde a:

	2016 UF	2016 4°T UF	2017 UF	2018 UF	2019 UF	2020 UF
 Inversión en Nuevos Proyectos	1.570.776	392.694	1.570.776	1.570.776	1.570.776	0

Cuadro N° 10: Nuevas inversiones para CCU

Inversión en Capital de Trabajo

Para el cálculo del CTON se consideró la diferencia entre los activos corrientes y pasivos corrientes que no devenguen intereses entre el 30 de diciembre 2012 y el 30 de septiembre de 2016.

	2012	2013	2014	2015	30 Septiembre de 2016
	UF	UF	UF	UF	UF
ACTIVOS					
Otros Activos Financieros	60.439	191.717	263.273	532.368	436.540
Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar	8.956.399	9.073.704	9.688.631	9.841.393	8.547.905
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	420.826	412.290	471.802	186.855	88.756
Inventarios	6.213.061	6.567.513	7.113.269	6.798.034	8.081.924
PASIVOS CORRIENTES					
Otros Pasivos Financieros	2.402.472	5.169.046	2.652.293	1.715.784	2.947.181
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	7.241.113	7.872.655	8.274.738	8.885.872	8.427.457
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	350.844	312.578	417.520	453.556	335.279
CTON	5.656.296	2.890.946	6.192.424	6.303.438	5.445.209

Cuadro N° 11: Inversión en capital de trabajo para CCU

Una vez determinado el CTON histórico se calculó el promedio simple de capital de trabajo como porcentaje sobre las ventas.

CTON HISTORICO	Al 31 de diciembre de 2012	Al 31 de diciembre de 2013	Al 31 de diciembre de 2014	Al 31 de diciembre de 2015	Al 30 de septiembre de 2016
	UF	UF	UF	UF	UF
Ingresos por ventas	47.095.209	51.362.038	52.704.797	58.463.711	41.141.805
CTON	5.656.296	2.890.946	6.192.424	6.303.438	5.445.209
RCTON	12,0%	5,6%	11,7%	10,8%	13,2%
RCTON PROMEDIO	10,7%				

Cuadro N° 12: Cálculo de capital de trabajo para CCU

Luego se calculó por diferencias el CTON proyectado

ESTIMACION CTON	2016	2016 4°T	2017	2018	2019	2020	2021 (Perpetuidad)
	UF	UF	UF	UF	UF	UF	UF
Ingresos por ventas	59.399.131	18.257.326	60.349.517	61.315.109	62.296.151	63.292.889	63.292.889
CTON PROYECTADO	6.344.443	1.950.072	6.445.954	6.549.090	6.653.875	6.760.337	0
Inversión en Capital de Trabajo	- 101.511	- 25.378	-103.135	-104.785	-106.462	0	

Cuadro N° 13: Inversión en capital de trabajo proyectado para CCU

Déficit o Exceso de Capital de Trabajo

Debido a que el CTON requerido para cierre de 2016, y según el CTON al 30/09/2016 figura un déficit de Capital de Trabajo por UF-1.736.001

	UF
CTON REQUERIDO 31/12/2016	6.344.443
CTON 30/09/2016	5.445.209
DÉFICIT DE CAPITAL DE TRABAJO	- 899.234

Cuadro N° 14: Déficit o exceso de capital de trabajo para CCU

Flujo de Caja Libre Proyectado.

El flujo del año 2021 (perpetuidad) considera que la Inversión en Nuevos Proyectos y la Inversión en Capital de Trabajo son cero, ya que al no haber inversión en nuevos proyectos en 2020, las ventas en 2021 se consideran iguales a las de 2020. La inversión en reposición considera el 100% de la amortización.



	2016	2016 4°T	2017	2018	2019	2020	2021 (perpetuidad)
	UF	UF	UF	UF	UF	UF	UF
Ingresos por ventas	59.399.131	18.257.326	60.349.517	61.315.109	62.296.151	63.292.889	63.292.889
Costo de ventas	-28.629.183	-8.799.663	-29.087.250	-29.552.646	-30.025.488	-30.505.896	-30.505.896
Margen bruto	30.769.948	9.457.663	31.262.267	31.762.463	32.270.663	32.786.993	32.786.993
Otros ingresos, por función	256.632	86.154	256.632	256.632	256.632	256.632	256.632
Costos de distribución	-9.355.061	-1.937.805	-9.504.742	-9.656.818	-9.811.327	-9.968.308	-9.968.308
Gastos de administración	-4.999.623	-734.426	-4.999.623	-4.999.623	-4.999.623	-4.999.623	-4.999.623
Otros gastos, por función	-8.162.646	-2.909.422	-8.162.646	-8.162.646	-8.162.646	-8.162.646	-8.162.646
Otras ganancias (pérdidas)	-11.331	386.447	-11.331	-11.331	-11.331	-11.331	-11.331
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	8.497.919	4.348.612	8.840.557	9.188.677	9.542.368	9.901.717	9.901.717
Ingresos financieros	372.462	193.925	372.462	372.462	372.462	372.462	372.462
Costos financieros	-903.374	-325.858	-903.374	-903.374	-903.374	-903.374	-903.374
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos							
contabilizados por el método de la participación	-61.766	141.857	-61.766	-61.766	-61.766	-61.766	-61.766
Diferencias de cambio	-53.894	-6.387	-53.894	-53.894	-53.894	-53.894	-53.894
Resultado por unidades de reajuste	-148.926	-73.583	-148.926	-148.926	-148.926	-148.926	-148.926
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	7.702.421	4.278.566	8.045.059	8.393.179	8.746.869	9.106.219	9.106.219
Impuestos a las ganancias	-1.733.045	-1.291.253	-2.011.265	-2.140.261	-2.361.655	-2.458.679	-2.458.679
Utilidad (pérdida) del ejercicio	5.969.376	2.987.313	6.033.794	6.252.918	6.385.215	6.647.540	6.647.540
+ Depreciación del Activo Fijo y Amortizaciones	2.837.466	567.493	2.837.466	2.837.466	2.837.466	2.837.466	2.837.466
- Otros Ingresos por Función (después de Impuestos)	-198.890	-66.769	-192.474	-191.191	-187.341	-187.341	-187.341
+ Otros Gastos por Función (después de Impuestos)	6.326.051	2.254.802	6.121.985	6.081.171	5.958.732	5.958.732	5.958.732
- Otras Ganancias (después de Impuestos)	0	0	0	0	0	0	0
- Ingresos Financieros (después de Impuestos)	-288.658	-150.292	-279.346	-277.484	-271.897	-271.897	-271.897
+ Costos Financieros (después de Impuestos)	700.115	252.540	677.530	673.014	659.463	659.463	659.463
- Participación en Negocios Conjuntos (después de I	47.868	-109.939	46.324	46.015	45.089	45.089	45.089
+ Diferencias de Cambio	53.894	6.387	53.894	53.894	53.894	53.894	53.894
+ Resultado por unidad de Reajuste	148.926	73.583	148.926	148.926	148.926	148.926	148.926
Flujo de Caja Bruto (FCB)	15.596.149	5.815.118	15.448.100	15.624.730	15.629.546	15.891.871	15.891.871
-Inversión en reposición	-2.608.266	-521.653	-2.608.266	-2.608.266	-2.608.266	-2.608.266	-2.837.466
-Inversión en Nuevos proyectos	-1.570.776	-392.694	-1.570.776	-1.570.776	-1.570.776	0	0
-Aumentos (disminuciones) en Capital de Trabajo	-101.511	-25.378	-103.135	-104.785	-106.462	0	0
Flujo de Caja Libre (FCL)	11.315.596	4.875.393	11.165.922	11.340.903	11.344.043	13.283.606	13.054.405
PERPETUIDAD						103.715.733	

Cuadro N° 15: Flujo de caja proyectado para CCU

6. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción.

Para la valorización de la acción de CCU mediante el Método de Flujos de Caja descontados, se determinaron previamente los Activos prescindibles y la Deuda Financiera.

Activos Prescindibles (30/09/2016)

Se considera activos prescindibles a los Otros activos financieros Corrientes y No Corrientes, y a la cuenta de caja dado que no es parte del CTON.


Activos Financieros	Corrientes UF	No Corrientes UF
Seguros pagados	30.589	0
Publicidad	195.512	94.891
Anticipo a proveedores	217.560	0
Garantías pagadas	3.581	8.553
Materiales por consumir	20.609	0
Dividendos por cobrar	6.016	0
Impuestos por recuperar	0	88.244
Derechos de acciones	0	0
Otros	74.159	26.422
Total otros Activos No Financieros	766.136	
Efectivo y equivalentes al efectivo	4.028.512	
TOTAL ACTIVOS PRESCINDIBLES	4.794.648	

Cuadro N° 16: Activos prescindibles para CCU

Deuda Financiera (30/09/2016)

La deuda financiera de la empresa CCU al 30/09/2016 se obtuvo utilizando los pasivos financieros corrientes y no corrientes de los estados financieros a esa fecha.

Deuda financiera (en UF)

	2016
	
Préstamos que devengan intereses (Corrientes)	0
Otros pasivos financieros (Corrientes)	2.947.181
Préstamos que devengan intereses (No corrientes)	0
Otros pasivos financieros (No Corrientes)	4.580.448
Deuda financiera	7.527.629

Cuadro N° 17: Deuda financiera para CCU

Valoración Económica del Precio de la Acción en Base al Método de Flujos de Caja Descontados

Utilizando el Método de Flujos de Caja Descontados se obtienen un valor Económico de UF 105.349.623 y luego de Ajustar el déficit de CTON, los activos prescindibles y el valor de la deuda al 30/09/2016 se llega al Valor Total Patrimonio Económico por UF 97.821.995. Por lo tanto, el Valor por acción en CLP es \$6.943.

Comparando este resultado con el del mercado da una diferencia positiva de \$298 lo que representa un +4,5% de diferencia con el precio de la acción al 30/09/2016 que fue \$6.645.

Valoración Económica Al 30 Sept. 2016	
Valor Económico al 30 de Sep. 2016	101.454.210
Déficit de CTON al 30 de septiembre del 2016	-899.234
Activos prescindibles	4.794.648
Valor Total de Activos	105.349.623
Deuda a septiembre de 2016	-7.527.629
Valor Patrimonio Económico	97.821.995
Nº acciones	369.502.872
Valor UF 30/09/2016	26.224
Precio Acción UF (e)	0,26
Precio de la Acción en CLP (e)	6.943
Precio Acción (30/09/2016)	0,25
Precio de la Acción en \$ (30/09/2016)	6.645

Cuadro N° 18: Valorización económica CCU por método de flujos de caja descontados

7. Conclusiones

Dentro de las metodologías utilizadas para valorizar la empresa CCU se consideró el Flujo de Caja descontado la cual dio valores similares al precio de la acción al momento de la valorización (\$ 6.943), tomando en cuenta el valor real del mercado al 30 de Septiembre que fue \$ 6.645.

Estos resultados nos demuestran que los métodos utilizados no son infalibles pero representan una buena visión al momento de considerar el análisis del precio.

En la valoración por Flujos de Caja Descontados juegan un rol fundamental la información recopilada del mercado, como el crecimiento de la industria y la comparación con el crecimiento de la propia empresa, así como también las inversiones en proyectos futuros que se publican en los medios, los cuales proporcionaron información relevante para estimar un precio de la acción cercana al mercado con una variación del +4,5% respecto al real.

Cabe mencionar que los resultados obtenidos corresponden a los cálculos desarrollados con la información correspondiente a Chile, sin considerar la información internacional de la empresa CCU.

8. Bibliografía

- 1) Damodaran, Aswath. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition, 2002.
- 2) Fernández, Pablo. "Métodos de Valoración de Empresas", IESE Business School, Noviembre, 2008.
- 3) Maquieira, Carlos. "Finanzas corporativas: Teoría y práctica", Editorial Andres Bello, Tercera edición, 2010.
- 4) Estados financieros consolidados de CCU, auditado por PriceWaterHouseCoopers, Superintendencia de Valores y Seguros, 2012
- 5) Estados financieros consolidados de CCU, auditado por PriceWaterHouseCoopers, Superintendencia de Valores y Seguros, 2013
- 6) Estados financieros consolidados de CCU, auditado por PriceWaterHouseCoopers, Superintendencia de Valores y Seguros, 2014
- 7) Estados financieros consolidados de CCU, auditado por PriceWaterHouseCoopers, Superintendencia de Valores y Seguros, 2015
- 8) Estados financieros consolidados de CCU, auditado por PriceWaterHouseCoopers, Superintendencia de Valores y Seguros, septiembre 2016
- 9) Sitio web: www.svs.cl
- 10) Sitio web: www.ccu.cl
- 11) Sitio web: www.bolsadesantiago.cl
- 12) Espinosa, María Ignacia. Agosto 2015.
<http://www.pulso.cl/empresas-mercados/ccu-logra-arrebatarle-minima-porcion-de-mercado-a-coca-cola-en-negocio-de-bebidas/>
- 13) Espinosa, María Ignacia. Abril 2016.
<http://www.pulso.cl/empresas-mercados/consumo-de-bebidas-en-chile-se-frena-y-agua-embotellada-gana-terreno/>
- 14) González, Alfonso. Mayo 2016.
<http://www.emol.com/noticias/Economia/2016/05/24/804399/Crece-consumo-de-alcohol-en-Chile-en-2015-y-tendencia-apunta-a-la-se-sofisticacion.html>

9. Anexos

Anexo 1.- Descripción de CCU

Razón Social	Compañía Cervecerías Unidas S.A		
Rut	90.413.000-1		
Nemotécnico	CCU		
Industria	Industria de bebestibles		
Regulación	SVS		
Tipo de Operación	CCU es una empresa multicategoría con foco en cervezas y bebidas sin alcohol, y con negocios sinérgicos de vinos y licores. La compañía cuenta con operaciones en Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia y Colombia.		
Filiales	NACIONAL	AGUAS CCU-NESTLE CHILE S.A.	El objeto de la sociedad es la producción, envasado, distribución, comercialización y venta en todo el territorio de la República de Chile de aguas minerales y de aguas envasadas purificadas
		BEBIDAS ECUSA SpA(*)	Desarrolla actividades de comercialización, servicios de marketing y publicidad de bebidas analcohólicas.
		CCU INVERSIONES S.A.	La sociedad desarrolla actividades de inversión, especialmente en acciones y derechos sociales.
		CCU INVERSIONES II LIMITADA	Esta sociedad desarrolla actividades de inversión en el exterior, en particular, en acciones y/o derechos sociales de compañías constituidas en el extranjero
		CERVECERA CCU CHILE LIMITADA	Esta filial desarrolla el negocio de elaboración, envasado y comercialización de cervezas en Chile, bajo marcas propias y licenciadas.
		CERVECERÍA BELGA DE LA PATAGONIA S.A.	Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado y comercialización de cerveza artesanal bajo la marca D'Olbek.
		COMERCIAL CCU S.A.	Esta sociedad desarrolla actividades de comercialización multicategoría de productos elaborados y/o comercializados por empresas relacionadas a CCU en ciertas zonas del país
		COMERCIAL PATAGONA LIMITADA	Esta sociedad desarrolla actividades de comercialización de bebidas alcohólicas, analcohólicas y confites elaborados y/o comercializados por empresas relacionadas de CCU o terceros.

	COMPAÑÍA CERVECERA KUNSTMANN S.A.	Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, venta y comercialización de cerveza Kunstmann en sus diversas variedades.
	COMPAÑÍA PISQUERA DE CHILE S.A	Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado y comercialización de pisco y licores bajo marcas propias, contratos de licencia o de distribución.
	CRECCU S.A.	Esta sociedad desarrolla actividades de financiamiento y crédito a clientes, con recursos propios, utilizables en la adquisición de bienes comercializados por entidades elacionadas de la sociedad y/o de su matriz CCU, así como la prestación de servicios de administración de crédito y cobranza.
	EMBOTELLADORAS CHILENAS UNIDAS S.A.	Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado y comercialización de bebidas no alcohólicas y aguas envasadas bajo marcas propias, contratos de licencia o de distribución.
	FABRICA DE ENVASES PLÁSTICOS S.A.	Esta sociedad elaboradesarrolla actividades de elaboración de envases y tapas plásticas.
	INVERSIONES INVEX CCU DOS LIMITADA	Esta sociedad realiza inversiones civiles pasivas en el exterior, en particular, en acciones o derechos sociales de compañías constituidas en el extranjero.
	INVERSIONES INVEX CCU LIMITADA	Esta sociedad realiza inversiones civiles pasivas en el exterior, en particular, en acciones o derechos sociales de compañías constituidas en el extranjero.
	INVERSIONES INVEX CCU TRES LIMITADA	Esta sociedad realiza inversiones civiles pasivas en el exterior, en particular, en acciones o derechos sociales de compañías constituidas en el extranjero.
	MANANTIAL S.A.	Esta sociedad desarrolla el negocio de venta y distribución a clientes de aguas purificadas en botellones sobre dispensadores en el segmento home and office delivery (HOD).
	MILLAHUE S.A.	Esta sociedad desarrolla actividades de inversión en toda clase de bienes muebles e inmuebles, corporales o incorporales.

	NEW ECUSA S.A.	Esta sociedad desarrolla el negocio de la explotación, a través de terceros, de licencias de marcas comerciales otorgadas por su coligada Promarca S.A.
	TRANSPORTES CCU LIMITADA	Esta sociedad presta servicios de logística, transporte y distribución para las diversas Unidades Estratégicas de Negocios (UENs)
	VENDING Y SERVICIOS CCU LIMITADA	Esta sociedad desarrolla 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.
	VIÑA ALTAIR S.A.	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 (VSPT).
	VIÑA DEL MAR DE CASABLANCA S.A	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 (VSPT).

EXTRANJERO	VIÑAS ORGANICAS S.P.T. S.A.	La sociedad tiene por objeto: a) la producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación por cuenta propia o ajena, de toda clase de productos agrícolas, en especial de los vitivinícolas, o de cualquier naturaleza, alcohólicas o analcohólicas y de las materias primas de las mismas y la prestación de servicios relacionados con los mismos rubros.
	VIÑA SAN PEDRO TARAPACA S.A.	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.
	VIÑA VALLES DE CHILE S.A.	La sociedad tiene por objeto la producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación, por cuenta propia o ajena, de toda clase de productos vitivinícolas; la producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación, por cuenta propia o ajena de vinos y licores y de las materias primas de los mismos; el aprovechamiento industrial y comercial de los subproductos y derivados de vinos y licores, y de las materias primas de los mismos.
	ANDINA DE DESARROLLO S.A	El objeto de la sociedad es realizar por cuenta propia y/o de terceros operaciones comerciales a través de la compra y venta, importación y exportación de maquinarias Industriales, operaciones financieras, agropecuarias, minera: Mediante la explotación en todos sus aspectos de minas dentro de las previsiones del Código de Minería como así también de acuerdo a las reglamentaciones vigentes; Mandatarias: Ejercer mandatos en general, como así también prestar servicios de organización y asesoramiento industrial, comercial y técnico financiero, quedando excluido el asesoramiento reservado a profesiones reglamentadas.

	ANDRIMAR S.A	Esta sociedad desarrolla actividades de inversión en bienes inmuebles en los cuales se asienta la actividad de Milotur S.A.
	BEBIDAS DEL PARAGUAY S.A	La actividad principal de esta sociedad es la elaboración y distribución de bebidas con y sin alcohol
	CCU CAYMAN LIMITED	Esta sociedad desarrolla actividades de inversión de carácter financiero y, en especial, en acciones y derechos sociales.
	CCU INVESTMENTS LIMITED	Esta sociedad desarrolla actividades de inversión de carácter financiero y, en especial, en acciones y derechos sociales.
	COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS ARGENTINA S.A.	Esta sociedad desarrolla actividades de inversión en acciones y derechos sociales (Compañía Industrial Cervecera S.A., Doña Aida S.A. y Don Enrique .
	COMPAÑÍA INDUSTRIAL CERVECERA S.A.	La sociedad desarrolla actividades de elaboración y comercialización de cervezas, bebidas malteadas y malta.
	CORALINA S.A	Esta sociedad desarrolla actividades de inversión en inmuebles.
	DOÑA AIDA S.A	Esta sociedad desarrolla actividades de inversión en acciones y/o derechos sociales (Sáenz Briones y Cía. S.A.I.C.)
	DON ENRIQUE PEDRO S.A.	La sociedad tiene por objeto la realización por cuenta propia o de terceros o asociada a terceros, en el país o en el exterior, operaciones financieras en general, mediante aportes o inversiones de capital a particulares, empresas o sociedades constituidas o a constituirse, para negocios realizados o a realizarse. Se exceptúan las operaciones comprendidas en la Ley de Entidades Financieras y las que se realicen mediante aportes requeridos al público en general.
	FINCA EUGENIO BUSTOS S.A.	Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado, venta, promoción y comercialización de vinos argentinos bajo marcas propias para el mercado doméstico y exportaciones.
	FINCA LA CELIA S.A.	Esta sociedad desarrolla actividades de producción, elaboración y comercialización de vinos argentinos de alta calidad, destinados al mercado local y de exportación.

	MARZUREL S.A.	El objeto de la sociedad es: a) Industrializar y comercializar en todas sus formas mercaderías, arrendamientos de bienes, obras y servicios, comisiones y consignaciones. c) Compraventa, arrendamiento, administración, construcción y toda clase de operaciones con bienes inmuebles, d) Forestación, fruticultura, citricultura y sus derivados, cumpliendo con las disposiciones legales
	MILOTUR S.A.	La sociedad desarrolla actividades de extracción, envasado y comercialización de agua mineral y otras bebidas no alcohólicas elaboradas a partir del agua extraída. Asimismo, importa y comercializa cerveza y sidra.
	SÁENZ BRIONES Y CÍA. S.A.I.C. (*)	Esta sociedad elabora y comercializa sidras y otras bebidas alcohólicas fermentadas a partir de fruta.
	SAINT JOSEPH INVESTMENTS LIMITED	Esta sociedad desarrolla actividades de inversión de carácter financiero.
	SOUTHERN BREWERIES ESTABLISHMENT	Esta sociedad desarrolla actividades de inversión de carácter financiero.
	SOUTH INVESTMENTS LIMITED	Esta sociedad desarrolla actividades de inversión de carácter financiero.

Anexo 2.- Competidores y Empresas Comparables

Nombre de la Empresa	EMBOTELLADORA ANDINA S.A.
Ticker o Nemotécnico	Bolsa de Santiago: ANDINA
Clase de Acción	Serie A
	Serie B
Derechos de cada Clase	Acciones comunes, preferentes, etc.
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Santiago

Descripción de la Empresa (profile)	Andina produce y distribuye en Chile jugos de fruta y otras bebidas con sabor a fruta, bajo marcas comerciales de propiedad de The Coca-Cola Company ("TCCC"), a través de Vital Jugos S.A. La compañía produce y vende agua mineral y purificada a través de Vital Aguas S.A., bajo marcas comerciales de propiedad de TCCC. A través de Envases Central S.A. produce aguas saborizadas y ciertos formatos de gaseosas, bajo marcas comerciales de propiedad de TCCC. También fabrica botellas PET principalmente para uso propio en el envasado de Gaseosas Coca-Cola tanto en Chile, como en Argentina. En Brasil, también distribuye cerveza marca Amstel, Bavaria, Birra Moretti, Dos Equis (XX), Edelweiss, Heineken, Kaiser, Murphy's, Sol y Xingú. Además distribuye cervezas en el sur de Argentina y licores en el sur de Chile.		
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Alimenticias y Bebidas		
Negocios en que se encuentra	Julio-Sept 2016	EBITDA	EBITDA/Ingresos Act. Ordinarias
	Chile millones Ch\$	23.184	18,60%
	Brasil millones R\$	102,9	14,00%
	Argentina millones A\$	347,9	13,00%
	Paraguay millones G\$	63.767	25,10%

Nombre de la Empresa	COCA COLA EMBONOR S.A.
Ticker o Nomenclatura	Bolsa de Santiago: EMBONOR
Clase de Acción	Serie A
	Serie B
Derechos de cada Clase	<p>Derecho Serie A: Acciones con derecho a elegir 6 directores titulares de la sociedad con sus respectivos suplentes. El total de acciones de la Serie A es de 244.420.704.</p> <p>Derecho Serie B: Acciones con derecho a requerir convocatoria a Junta Ordinaria o Extraordinaria de Accionistas cuando así lo soliciten siempre que representen al menos un 5% de las acciones emitidas de la Serie B, derecho a recibir todos y cualquiera de los</p>

	dividendos aumentados en un 5% respecto de los que reciben los tenedores de la Serie A, derecho a elegir un Director, derecho a requerir convocatoria a Sesión Extraordinaria de Directorio cuando así lo solicite el Director electo por los accionistas de la Serie B. El total de acciones de la serie B es de 266.432.526.
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la Empresa (profile)	Coca-Cola Embonor S.A. es una sociedad anónima abierta que se dedica a la producción y distribución de bebidas analcohólicas bajo licencia de The Coca-Cola Company ("TCCC"), en Chile y Bolivia. En Chile opera a través de Coca-Cola Embonor S.A. y Embotelladora Iquique S.A. y en Bolivia a través de Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A. ("Embol").
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Alimenticias y Bebidas

Anexo 3.- Bono Serie E

	Observaciones					
Bono	Serie E					
Nemotécnico	BCERV-E					
Fecha de Emisión	18/10/2014					
Valor Nominal (VN o D)	UF 2.000.000					
Moneda	UF					
Tipo de Colocación	Nacional					
Fecha de Vencimiento	01/12/2024					
Tipo de Bono	Francés					
Tasa Cupón (k_d)	2%					
Periodicidad	Semestral					
Número de pagos (N)	40					
Tabla de Pagos	n	Fecha	Interes	Amortizacion	Flujo	Capital Insoluto
	0	01-12-2004	0	0	0	100
	1	01-06-2005	1,98039	2,5	4,48039	97,5
	2	01-12-2005	1,93088	2,5	4,43088	95
	3	01-06-2006	1,88137	2,5	4,38137	92,5
	4	01-12-2006	1,83186	2,5	4,33186	90
	5	01-06-2007	1,78235	2,5	4,28235	87,5

6	01-12-2007	1,73284	2,5	4,23284	85
7	01-06-2008	1,68333	2,5	4,18333	82,5
8	01-12-2008	1,63382	2,5	4,13382	80
9	01-06-2009	1,58431	2,5	4,08431	77,5
10	01-12-2009	1,5348	2,5	4,0348	75
11	01-06-2010	1,48529	2,5	3,98529	72,5
12	01-12-2010	1,43578	2,5	3,93578	70
13	01-06-2011	1,38627	2,5	3,88627	67,5
14	01-12-2011	1,33676	2,5	3,83676	65
15	01-06-2012	1,28725	2,5	3,78725	62,5
16	01-12-2012	1,23774	2,5	3,73774	60
17	01-06-2013	1,18823	2,5	3,68823	57,5
18	01-12-2013	1,13872	2,5	3,63872	55
19	01-06-2014	1,08921	2,5	3,58921	52,5
20	01-12-2014	1,0397	2,5	3,5397	50
21	01-06-2015	0,9902	2,5	3,4902	47,5
22	01-12-2015	0,94069	2,5	3,44069	45
23	01-06-2016	0,89118	2,5	3,39118	42,5
24	01-12-2016	0,84167	2,5	3,34167	40
25	01-06-2017	0,79216	2,5	3,29216	37,5
26	01-12-2017	0,74265	2,5	3,24265	35
27	01-06-2018	0,69314	2,5	3,19314	32,5
28	01-12-2018	0,64363	2,5	3,14363	30
29	01-06-2019	0,59412	2,5	3,09412	27,5
30	01-12-2019	0,54461	2,5	3,04461	25
31	01-06-2020	0,4951	2,5	2,9951	22,5
32	01-12-2020	0,44559	2,5	2,94559	20
33	01-06-2021	0,39608	2,5	2,89608	17,5
34	01-12-2021	0,34657	2,5	2,84657	15
35	01-06-2022	0,29706	2,5	2,79706	12,5
36	01-12-2022	0,24755	2,5	2,74755	10
37	01-06-2023	0,19804	2,5	2,69804	7,5
38	01-12-2023	0,14853	2,5	2,64853	5
39	01-06-2024	0,09902	2,5	2,59902	2,5
40	01-12-2024	0,04951	2,5	2,54951	0
Periodo de Gracia		El bono paga intereses semestrales durante 20 años			
Motivo de la Emisión		Indicar si la deuda emitida fue para sustitución de pasivos o inversiones.			
Clasificación de Riesgo		Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda: AA			

	Clasificadora de Riesgo Humphreys Ltda: AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	2,17% el 18/10/2004
Precio de venta el día de la emisión.	UF 1.947.849
Valor de Mercado	Valor de mercado del bono el día 18/10/2004 97,40% Se transó bajo la par. Se transó por última vez el 31/08/2016 al 101,03% con una TIR de 3,72%, con una duration de 3,83 años.

Anexo 4.- Bono Serie H

	Observaciones					
Bono	Serie H					
Nemotécnico	BCERV-H					
Fecha de Emisión	23/03/2009					
Valor Nominal (VN o D)	UF 2.000.000					
Moneda	UF					
Tipo de Colocación	Nacional					
Fecha de Vencimiento	15 Marzo 2030					
Tipo de Bono	Francés					
Tasa Cupón (k_d)	2,13%					
Periodicidad	Semestral					
Número de pagos (N)	42					
Tabla de Pagos	n	Fecha	Interes	Amortizacion	Flujo	Capital Insoluto
	0	15-03-2009	0	0	0	100
	1	15-09-2009	2,1029	0	2,1029	100
	2	15-03-2010	2,1029	0	2,1029	100
	3	15-09-2010	2,1029	0	2,1029	100
	4	15-03-2011	2,1029	0	2,1029	100
	5	15-09-2011	2,1029	0	2,1029	100
	6	15-03-2012	2,1029	0	2,1029	100
	7	15-09-2012	2,1029	0	2,1029	100
	8	15-03-2013	2,1029	0	2,1029	100
	9	15-09-2013	2,1029	0	2,1029	100
	10	15-03-2014	2,1029	0	2,1029	100
	11	15-09-2014	2,1029	0	2,1029	100
	12	15-03-2015	2,1029	0	2,1029	100
	13	15-09-2015	2,1029	0	2,1029	100
	14	15-03-2016	2,1029	0	2,1029	100
15	15-09-2016	2,1029	0	2,1029	100	

16	15-03-2017	2,1029	0	2,1029	100
17	15-09-2017	2,1029	0	2,1029	100
18	15-03-2018	2,1029	0	2,1029	100
19	15-09-2018	2,1029	0	2,1029	100
20	15-03-2019	2,1029	0	2,1029	100
21	15-09-2019	2,1029	4,54545	6,64835	95,45455
22	15-03-2020	2,00731	4,54545	6,55276	90,9091
23	15-09-2020	1,91173	4,54545	6,45718	86,36365
24	15-03-2021	1,81614	4,54545	6,36159	81,8182
25	15-09-2021	1,72055	4,54545	6,266	77,27275
26	15-03-2022	1,62497	4,54545	6,17042	72,7273
27	15-09-2022	1,52938	4,54545	6,07483	68,18185
28	15-03-2023	1,4338	4,54545	5,97925	63,6364
29	15-09-2023	1,33821	4,54545	5,88366	59,09095
30	15-03-2024	1,24262	4,54545	5,78807	54,5455
31	15-09-2024	1,14704	4,54545	5,69249	50,00005
32	15-03-2025	1,05145	4,54545	5,5969	45,4546
33	15-09-2025	0,95586	4,54545	5,50131	40,90915
34	15-03-2026	0,86028	4,54545	5,40573	36,3637
35	15-09-2026	0,76469	4,54545	5,31014	31,81825
36	15-03-2027	0,66911	4,54545	5,21456	27,2728
37	15-09-2027	0,57352	4,54545	5,11897	22,72735
38	15-03-2028	0,47793	4,54545	5,02338	18,1819
39	15-09-2028	0,38235	4,54545	4,9278	13,63645
40	15-03-2029	0,28676	4,54545	4,83221	9,091
41	15-09-2029	0,19117	4,54545	4,73662	4,54555
42	15-03-2030	0,09559	4,54555	4,64114	0
Periodo de Gracia	Todos sus periodos paga intereses pero las Amortizaciones semestrales partirán del 15 de Septiembre de 2019				
Motivo de la Emisión	Refinanciación de pasivos				
Clasificación de Riesgo	Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda. AA				
	ICR Clasificadora de Riesgo Ltda. AA				
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	2,14% el 23/03/2009				
Precio de venta el día de la emisión.	UF 1.992.519				
Valor de Mercado	Valor de mercado del bono el 23/03/2009 99,63%. Se transó bajo la par. El 29/03/2016 se transó a 111,65% con una TIR de 2,69%, con una duration de 7,42 años.				

