

Valorización de Compañía Cervecerías Unidas S.A.

Mediante el método de Flujos de Caja Descontado

*VALORIZACIÓN DE EMPRESA PARA LA OBTENCIÓN AL GRADO ACADÉMICO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS.*

Alumno: Cristian Jiménez Vásquez

Profesor Guía: Marcelo González A.

Santiago, junio 2020

Agradezco al Profesor Marcelo González Araya por su disposición y ayuda, y a Francisca por su tiempo en resolver mis dudas y observaciones.

Contenido

1. Resumen ejecutivo	1
2. Metodología	3
2.1 Principales Métodos de Valoración.....	3
2.2 Modelo de descuento de dividendos	4
2.3 Método de Flujos de Caja Descontados	5
2.4 Método de múltiplos	7
3. Descripción de la empresa	10
3.1 Regulación	11
3.2 Tipo de operación.....	12
3.3 Filiales.....	13
3.4 Descripción filiales.....	16
3.5 12 Mayores accionistas	18
3.6 Principales empresas comparables.....	18
4. Financiamiento Vía Bonos de la Empresa	23
5. Estructura de Capital de la Empresa.....	25
6. Costo de Capital de la Empresa	27
6.1 Estimación del beta patrimonial de la empresa.....	27
6.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa	28
7. Análisis operacional del negocio e industria.....	32
7.1 Análisis de Crecimiento	32
7.1.1 Tasas de crecimiento real de CCU	32
7.1.2 Crecimientos reales de la industria	42
7.1.3 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2020 al 2024	48
7.2 Análisis de costos de operación	57

7.2.1	Costos de operación de la empresa.....	57
7.2.2	Detalle de los costos de operación según clasificación.....	58
7.3	Análisis Cuentas no operacionales.....	59
7.4	Análisis de activos.....	61
7.4.1	Activos operacionales.....	61
7.4.2	Activos no operacionales.....	62
8.	Proyección de EERR.....	64
8.1	Proyección de ingresos de operación.....	64
8.2	Proyección Costo de operación.....	67
8.3	Proyección resultado no operacional.....	68
8.4	Estados de Resultados CCU 2015-2019.....	70
8.5	Proyección Estados de Resultados CCU 2020-2024.....	71
9.	Proyección del Flujo de Caja Libre para los años 2020 al 2024.....	73
9.1	Depreciación.....	74
9.2	Inversiones de reposición y nuevas inversiones (activo fijo).....	74
9.3	Estimación de la inversión en capital de trabajo.....	76
9.4	Estimación déficit o exceso de capital de trabajo de la empresa.....	77
9.5	Activos prescindibles de la empresa.....	78
9.6	Proyección de Flujo de caja libre.....	79
10.	Valorización económica de CCU S.A.....	81
11.	Conclusiones.....	84
12.	Referencias bibliográficas.....	85
13.	Anexos.....	87
13.1	Descripción Filiales.....	87
13.2	Regresiones Beta patrimonial de la empresa.....	111

13.3 Como impacta el precio estimado al ponderar la estimación de ingresos	112
13.4 Como impacta el precio estimado al cambiar la tasa de libre riesgo por una tasa libre de riesgo promedio de largo plazo	116

Tablas

Tabla 1.Filiales.....	13
Tabla 2.Mayores accionistas.....	18
Tabla 3.Bono Serie H.....	23
Tabla 4.Bono Serie J	24
Tabla 5.Deuda Financiera.....	25
Tabla 6.Patrimonio económico.....	25
Tabla 7.Valor económico de la empresa	25
Tabla 8.Estructura capital objetivo	26
Tabla 9.Beta de la empresa	27
Tabla 10.Beta de la acción 2019.....	29
Tabla 11.Tasa de crecimiento real ingresos por ventas	32
Tabla 12.Volumen de ventas por segmento.....	34
Tabla 13.Tasa de crecimiento real ingresos por país	35
Tabla 14.Tasa de crecimiento real ingresos por ventas por clientes	35
Tabla 15.Tasa crecimiento real ingresos por ventas por categoría	36
Tabla 16.Crecimiento ingresos por ventas por país. Embonor	42
Tabla 17.Volumen de ventas por país. Embonor	43
Tabla 18.Crecimiento de ingresos por ventas por país. Andina	43
Tabla 19.Volumen de Venta por país. Andina.....	43
Tabla 20.Tasas de crecimiento ABInBev	44
Tabla 21.Volumen de ventas. Viña Concha y Toro	45
Tabla 22.Crecimiento real ingresos. Viña Concha y Toro	46
Tabla 23.Crecimiento en ingresos, volumen y precio. CCU Vinos e Industria.	51
Tabla 24.Crecimiento volumen de venta. CCU Chile, Embonor Chile, Andina Chile y ABI South America.	53
Tabla 25.Crecimiento precio. CCU Chile, Embonor Chile, Andina Chile y ABI South America	54
Tabla 26.Costos Operacionales.....	58
Tabla 27.Costos operacionales en relación a ingresos por ventas.....	58
Tabla 28.Cuentas no operacionales.....	60

Tabla 29.Cuentas no operacionales en MUF	60
Tabla 30.Proyección tasas de crecimiento CCU Vinos	64
Tabla 31.Proyección tasas de crecimiento CCU Chile	65
Tabla 32.Tasas de crecimiento CCU Negocios Internacionales	66
Tabla 33.Ingresos por ventas reales proyectados 2020-2024	66
Tabla 34.Ingresos por ventas proyectados 2020-2024.....	67
Tabla 35.Costos operacionales proyectados	67
Tabla 36.Costos operacionales proyectados en porcentaje	68
Tabla 37.EERR. Ingresos y costos proyectados.	68
Tabla 38.Cuentas no operacionales. 2015-2019.....	69
Tabla 39.Proyección de las Cuentas no operacional para los años 2020 al 2024.	69
Tabla 40.Estados de resultados CCU 2015-2019 en porcentaje a los ingresos.	70
Tabla 41.Estados de resultados CCU 2015-2019 en UF.....	70
Tabla 42.Estado de resultado Proyectado CCU 2020-2023 en porcentaje.....	71
Tabla 43.Estado de resultado Proyectado CCU 2020-2024 en UF	72
Tabla 44.Estados de resultados proyectados ajustado. 2020-2024	73
Tabla 45.Depreciación y amortización de intangibles.....	74
Tabla 46.Determinación en inversión en reposición	75
Tabla 47.Proyección en inversiones en activos y reposición.....	75
Tabla 48.Determinación RCTON promedio.....	76
Tabla 49.Déficit o exceso de capital de trabajo.	77
Tabla 50.Déficit o exceso de CTON al 31 de diciembre 2019.	77
Tabla 51.Activos prescindibles.....	78
Tabla 52.FCL proyectado. 2020-2024.....	79
Tabla 53.Valorización Económica al 31 de diciembre de 2019	81
Tabla 54.Resumen de ponderar en +/-20% los ingresos proyectados	82
Tabla 55.Resultado de ponderar el ingreso proyectado con una tasa de libre de riesgo promedio.....	83
Tabla 56.Ingresos por ventas reales proyectados 2020-2024	113
Tabla 57.Ingresos por ventas reales proyectados 2020-2024. Ponderado en +20% los ingresos proyectados.....	113

Tabla 58.Valorización Económica CCU S.A. Aumentando en un 20% los ingresos proyectados.	114
Tabla 59.Ingresos por ventas reales proyectados 2020-2024. Resultado de disminuir en un 20% los ingresos proyectados.	114
Tabla 60.Valorización Económica CCU S.A. Resultado de ponderar en -20% los ingresos proyectados.	115
Tabla 61.Resumen de ponderar en +/-20% los ingresos proyectados	115
Tabla 62.Tasa promedio BCU-30.....	117
Tabla 63.Resultado de ponderar el ingreso proyectado con una tasa de libre de riesgo promedio.....	118

Gráficos

Gráfico 1. Porcentaje ingresos por segmentos.....	33
Gráfico 2. Ingresos por venta por país	33
Gráfico 3. % ingresos por ventas por categoría	36
Gráfico 4. Variación Volumen de venta CCU e Industria.....	37
Gráfico 5. Variación ingresos y volumen CCU-Chile	38
Gráfico 6. Variación ingresos y precio CCU-Chile.....	38
Gráfico 7. Variación ingresos y volumen CCU Negocios internacionales	39
Gráfico 8. Variación ingresos y precio CCU Negocios internacionales.....	40
Gráfico 9. Variación ingresos y volumen CCU Vinos.....	41
Gráfico 10. Variación ingresos y precio CCU Vinos	41
Gráfico 11. Variación de ingresos, precio y volumen. Viña Concha y Toro	46
Gráfico 12. Variación de ingresos, precio y volumen. Viña Santa Rita	47
Gráfico 13. Variación Volumen de Venta. CCU Vinos e Industria	50
Gráfico 14. Variación precio. CCU Vinos e Industria	51
Gráfico 15. Variación ingresos y volumen. CCU Chile	52
Gráfico 16. Variación volumen de venta. CCU Chile e Industria	53
Gráfico 17. Variación volumen de venta. CCU Negocios Internacionales e Industria. ...	55
Gráfico 18. Variación precio. CCU Negocios internacionales e industria.	55
Gráfico 19. Variación ingresos por ventas. CCU Negocios Internacionales e Industria.	56
Gráfico 20. IPC. Expectativas de inflación de Argentina.	56
Gráfico 21. Tasa de interés mercado secundario BCU-30	116
Gráfico 22. Promedio de tasas BCU-30 para distintos plazos.....	117

1. Resumen ejecutivo

El siguiente trabajo tiene como objetivo realizar una valoración económica de la empresa Compañía Cervecerías Unidas S.A, al 31 de diciembre de 2019, a través del método flujo de caja descontado.

CCU es una empresa chilena, cotiza en la Bolsa Chilena y en NYSE, su principal accionista es IRSA con el 60% de las acciones. Produce y distribuye bebidas alcohólicas y analcohólicas, Tiene definido tres segmentos de operación: Chile, Negocios Internacionales y Vinos. En el 2019 la participación del mercado del segmento Chile es de 43,8% y del segmento Vinos de 17,7%.

Sus ingresos por ventas, promedio histórico de 5 años, están distribuido de la siguiente forma: segmento Chile de 62,5%, segmento Negocios Internacionales 26,1% y el segmento Vinos de 12,2%. Y se determina por país, principalmente Chile representa 73,2% y Argentina un 23,0%.

Sus empresas comparables son ABInBev, Embonor, Andina, Viña Concha y Toro y Viña Santa Rita.

La valoración por el método de flujo de caja descontado, consistió en analizar la información histórica de la empresa, por un periodo de 5 años. Se determinó su estructura de capital de objetiva de la empresa, su beta patrimonial de **0,59** para el 2019 y se estimó el costo capital de la empresa WACC de **4,06%**. Se realizó un análisis operacional del negocio e industria.

Se proyectaron los ingresos por ventas para los tres segmentos de operación de la empresa. Luego se realizó una proyección de los estados de resultados para los años 2020 al 2024 y con un primer año implícito, 2025. Se ajustó el estado de resultados proyectado para llegar al flujo de caja bruto. Se agregó al flujo de caja bruto las inversiones, resultando el flujo de caja libre proyectado.

Se realizó una valorización económica, con la tasa WACC que se obtuvo para la empresa al 31 de diciembre de 2019. Se calculó el precio de la acción en **\$9.349**, un **27%** sobre el valor de mercado de la acción registrado para ese día. Dado este precio, se concluyó que la acción estaba subvaluada y se recomendó comprar.

Con el fin de considerar que los ingresos por venta proyectados podrían verse afectados por situaciones no contempladas en la estimación, se realizó un análisis de sensibilidad. Así, se determinó cuál sería el impacto en el precio de la acción en el caso de un incremento y de una disminución de un 20% en la variable mencionada.

En el escenario de un aumento de un 20% en el ingreso por venta proyectados se obtuvo que el precio de la acción en un 30% mayor al valor de mercado de la acción, por el contrario, cuando el ingreso por venta proyectado disminuyó en un 20% se obtuvo que el precio de la acción en un 24% sobre al valor de mercado de la acción, ambos resultados para el día de valorización.

Finalmente, se analizó el cambio en el precio de la acción calculado al reemplazar la tasa de libre, dado el actual escenario de tasas de interés bajas, de riesgo **BCU-30** de **0,80%** a una tasa promedio de libre de riesgo BCU-30 de **1,80%**, implicó que la tasa **WACC** calculada pasó de **4,06%** a **4,97%**. Con esta nueva tasa WACC se volvió a realizar una valorización económica para el 31 de diciembre de 2019. Resultando un precio **2% mayor** al valor de mercado de la acción para ese día.

2. Metodología

2.1 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 se verá 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.

Se concentrará 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.

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.

2.2 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.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que se espera 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

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 DPA₁ son los dividendos por acción del próximo periodo.³

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

2.3 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, se debe entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente se debe 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

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

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.

En general, cuando se habla 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, se habla 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.

2.4 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 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

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

3. Descripción de la empresa

Compañía de Cervecerías Unidas S.A (CCU) produce, embotella, vende y distribuye bebestibles.

CCU es una empresa multicategoría de bebestibles, con operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay. En Chile, CCU es uno de los principales actores en cada de una de las categorías en las que participa, incluyendo cervezas, bebidas gaseosas, aguas minerales y envasadas, néctares, vinos y pisco, entre otros. A nivel sudamericano, es el segundo mayor cervecero en Argentina y participa, además, en las industrias de sidras, licores y vinos; en Uruguay y Paraguay está presente en el mercado de cervezas, aguas minerales y envasadas, gaseosas y néctares; en Bolivia participa en las industrias de cervezas, aguas envasadas, gaseosas y malta; en Colombia participa en el mercado de cervezas y malta. Los principales contratos de licencia, distribución y/o joint ventures de la Compañía incluyen Heineken Brouwerrijen B.V., PepsiCo Inc., Seven-Up International, Schweppes Holding Limited, Société des Produits Nestlé S.A., Pernod Ricard Chile S.A., Promarca S.A. (Watt's) y Coors Brewing Company.

Respecto a la estructura de la propiedad, CCU es controlada conjuntamente con el 60% del capital accionario por Quiñenco (Luksic) y Heineken, ambos con una participación del 50%, a través de Inversiones y Rentas S.A (IRSA) e Inversa LTDA. El resto de la propiedad se distribuye en 19,6% en ADR's y 20,4% en accionistas minoritarios.⁶

⁶ Presentacion_inversionistas_3Q19 <https://ccuinvestor.com/es/Bienvenidos-inversores>

	<i>Observaciones</i>
Razón Social	Compañía Cervecerías Unidas S.A
Rut	90.413.000-1
Nemotécnico	CCU – Bolsa de Santiago; CCU-NYSE
Industria	Alimenticia y bebidas

3.1 Regulación

Marco Normativo Chile

CCU S.A., en su carácter de sociedad anónima abierta, se encuentra regulada por la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores, la Ley N°18.046 sobre Sociedades Anónimas y su Reglamento contenido en el Decreto Supremo N° 702 del Ministerio de Hacienda de 2011 y la normativa dictada al efecto por la Superintendencia de Valores y Seguros (“SVS”), hoy Comisión para el Mercado Financiero (“CMF”). Asimismo, CCU S.A., en su calidad de emisor de American Depository Receipts (“ADRs”), que actualmente se transan en el New York Stock Exchange (“NYSE”), se encuentra sujeta, en lo que fuere aplicable, al Securities Exchange Act de 1934, Sarbanes- Oxley Act de 2002 (“Ley Sarbanes Oxley” o “SOX”) y a la normativa dictada al efecto por la Securities and Exchange Commission (“SEC”) y el NYSE.

Adicionalmente, CCU S.A., sus filiales y coligadas, deben observar las normas aplicables de manera específica a las actividades y negocios que cada una realiza, siendo las principales las que se indican a continuación para cada segmento:

- Cervezas: Ley N° 18.455 que contiene normas sobre Producción, Elaboración y Comercialización de Alcoholes Efélicos, Bebidas Alcohólicas y Vinagres.

- Bebidas no alcohólicas: normas del Reglamento Sanitario de los Alimentos contenido en el Decreto N° 977 del Ministerio de Salud de 1997 y en el Código Sanitario, relativas a las condiciones sanitarias a las que debe ceñirse la producción, importación, elaboración, envase, almacenamiento, distribución y venta de alimentos para uso humano. Ley N° 20.606 de 2012 sobre Composición Nutricional de los Alimentos y su Publicidad. Decreto N° 13 del Ministerio de Salud de 26 de junio de 2015. Ley N° 20.869 de 13 de noviembre de 2015, sobre Publicidad de Alimentos. Decreto Supremo N° 1 del Ministerio de Salud de 11 diciembre de 2017.

- Licores: Ley N° 18.455 sobre Producción, Elaboración y Comercialización de Alcoholes Etilícos, Bebidas Alcohólicas y Vinagres.

3.2 Tipo de operación

La Compañía ha definido tres segmentos de operación, los cuales se determinaron en base a los ingresos de las actividades de negocios provenientes de las zonas geográficas donde comercializa sus productos:

1. Chile (cervezas, bebidas no alcohólicas, licores y Unidades Estratégicas de Servicio (“UES”) en el mercado chileno).

2. Negocios Internacionales (cervezas, sidras, bebidas no alcohólicas y licores en los mercados de Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay).

3. Vinos (mercado doméstico, en Chile y Argentina, y exportación a más de 80 países).

Los tres segmentos de operación señalados anteriormente son consistentes con la forma en que se gestiona la Compañía. Estos Segmentos de operación reflejan información

financiera separada, que son revisados periódicamente por la máxima autoridad en la toma de decisiones de operación de cada segmento, con el fin de definir la asignación de recursos para cada segmento de operación y evaluar su rendimiento.

Las UAC (Unidades de Apoyo Corporativo) y UES proporcionan servicios compartidos a toda la organización, de forma centralizada, a fin de captar las sinergias entre las diferentes unidades. Las actividades de negocio realizadas por las UES: (i) Comercial CCU S.A. (“Comercial CCU”), Transportes CCU Limitada (“Transportes CCU”) y CRECCU S.A. (“CRECCU”) comprenden la comercialización, distribución, venta y en algunos casos financiamiento, de los productos de la Compañía en el territorio chileno; y (ii) Fábrica de Envases Plásticos S.A. (“PLASCO”) produce prácticamente la totalidad de las preformas y tapas de las botellas plásticas retornables y no retornables utilizadas por las operaciones del segmento de operación Chile.

3.3 Filiales

A continuación, se detallan las filiales en Chile, en el extranjero y sus coligadas.

Tabla 1. Filiales

Filiales en Chile	Participación total	% inversión sobre el activo de la matriz
AGUA CCU-NESTLÉ CHILE S.A	50,1%	1,3083%
BEBIDAS ECUSA SpA	100%	0,1134%
CCU INVERSIONES S.A.	99,9779%	16,4288%
CCU INVERSIONES II LIMITADA	100%	3,9457%
CCU INVERSIONES III SpA	100%	6,5082%
CERVECERA CCU CHILE LIMITADA	100%	7,1525%
CERVECERA GUAYACÁN SpA	50,0004%	0,0371%
CERVECERÍA BELGA DE LA PATAGONIA S.A.	51,0061%	0,0060%
CERVECERÍA KUNSTMANN S.A.	50,0007%	0,4386%
COMERCIAL CCU S.A.	100%	-

COMERCIAL PATAGONA LIMITADA	99,0%	0,0748%
COMPAÑÍA PISQUERA DE CHILE S.A.	80%	1,1042%
CRECCU S.A.	100%	0,1813
EMBOTELLADORAS CHILENAS UNIDAS S.A.	99,9837%	12,4584
FÁBRICA DE ENVASES PLÁSTICOS S.A.	100%	0,4464
INVERSIONES INTERNACIONALES SpA	100%	0,0582%
INVERSIONES INVEX CCU DOS LIMITADA	100%	4,1811%
INVERSIONES INVEX CCU LIMITADA	100%	10,5494%
INVERSIONES INVEX CCU TRES LIMITADA	100%	6,0646&
MANANTIAL S.A.	100%	0,5673%
MILLAHUE S.A.	99,9621%	0,4568%
NEW ECUSA S.A.	100%	1,4565%
TRANSPORTES CCU LIMITADA	100%	0,7546%
VENDING Y SERVICIOS CCU LIMITADA	100%	0,0337%
VIÑA ALTAIR SpA	100%	0,5673%
VIÑA SAN PEDRO TARAPACÁ S.A.	83,0057%	10,2932%
VIÑA VALLES DE CHILE S.A.	100%	0,5000%
Filiales en el Extranjero	Participación total	% inversión sobre el activo de la matriz
ANDINA DE DESARROLLO SACFAIMM (AR)	59,2000%	0,0020%
ANDRIMAR S.A. (UR)	100%	0,0813%
BEBIDAS BOLIVIANAS BBO S.A. (BO)	51,0000%	0,3978%
BEBIDAS BOLIVIANAS BBO S.A. (PA)	50,0050%	1,0161%
COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS ARGENTINA S.A. (AR)	100%	8,1143
COMPAÑÍA INDUSTRIAL CERVECERA S.A. (AR)	100%	9,8152%
CORALINA S.A. (UR)	100%	0,0156%
FINCA LA CELIA S.A. (AR)	100%	0,4403%
INTERNATIONAL SPIRITS INVESTMENTS USA LLC. (US)	100%	0,0169%
INVERSIONES CCU LUX S.à r.l. (LUX)	0,0015%	-
LOS HUEMULES S.R.L. (AR)	100%	0,0421%
MARZUREL S.A. (UR)	100%	0,1072%
MILOTUR S.A. (UR)	100%	0,8367%
SÁENZ BRIONES Y CÍA. S.A.I.C. (AR)	89,9196%	0,5684%
SAJONIA BREWING COMPANY S.A. (PA)	51,0000%	0,0123%
SOUTHERN BREWERIES S.C.S. (LUX)	100%	6,5074%

Coligadas (Asociadas y negocios conjuntos) Chile	Participación total	% inversión sobre el activo total de la coligante
BEBIDAS CAROZZI CCU SpA	50,0000%	0,3165%
BEBIDAS CCU-PEPSICO SpA	50,0000%	-
CERVECERÍA AUSTRAL S.A.	50,0000%	0,3180%
FOODS COMPAÑÍA DE ALIMENTOS CCU S.A.	50,0000%	0,6490%
PROMARCA INTERNACIONAL SpA	100%	0,4987%
PROMARCA S.A.	50,0000%	0,9263%
CERVECERIA SZOT SpA	45,0000%	0,0030%
Coligadas (Asociadas y negocios conjuntos) Extranjero	Participación total	% inversión sobre el activo total de la coligante
AMERICAS DISTILLING INVESTMENTS LLC (US)	40,0000%	0,0467%
ARTESANOS DE CERVEZAS S.A.S. (CO)	100%	0,0172%
CENTRAL CERVECERA DE COLOMBIA S.A.S. (CO)	50,0000%	2,8365%
DISTRIBUIDORA DEL PARAGUAY S.A. (PA)	49,9590%	0,2398%
PROMARCA INTERNACIONAL PARAGUAY SOCIEDAD DE RESPONSABILIDAD LIMITADA (PA)	100%	0,0002%
ZONA FRANCA CENTRAL CERVECERA S.A.S. (CO)	50,0000%	4,3503%

Fuente: Memoria_CCU_2018

3.4 Descripción filiales

En esta sección se describe algunas filiales. Para información de las filiales restantes referirse al anexo.

AGUA CCU-NESTLÉ 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 o no, ambas con o sin sabor y/o con o sin gas, transparentes y sin color, envasadas para su consumo directo, tanto nacionales como importadas. Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado, distribución y comercialización de aguas minerales, purificadas y saborizadas bajo marcas propias, contratos de licencia o de distribución.

Principales contratos con la matriz son de prestación de servicios, asesoría y asistencia técnica (Contrato servicios compartidos).

CCU INVERSIONES III SpA

Esta sociedad desarrolla actividades de inversión.

El objeto de la sociedad es efectuar toda clase de inversiones, en cualquier tipo de bienes, moneda extranjera, instrumentos financieros y efectos de comercio, incluyendo acciones o derechos sociales en compañías constituidas en Chile o en el exterior, todo ello a fin de percibir sus frutos o rentas, como también liquidar tales inversiones y, en general, ejecutar toda clase de actos y celebrar todos los contratos que sean necesarios para el cumplimiento del objeto de la sociedad o el desarrollo de su giro.

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.

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.

3.5 12 Mayores accionistas

A continuación, se presenta una tabla con las participaciones accionarias de los 12 principales accionistas.

Tabla 2. Mayores accionistas

	Número de acciones	% de la propiedad
INVERSIONES Y RENTAS S.A.(1)	196.421.725	53,16%
JP MORGAN CHASE BANK	73.505.133	19,89%
INVERSIONES IRSA LIMITADA	25.279.991	6,84%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	24.093.436	6,52%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CUENTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	16.174.831	4,38%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	13.256.001	3,59%
BANCHILE CORREDORA DE BOLSA S.A.	2.147.262	0,58%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK CLIENT	1.684.675	0,46%
BANCO SANTANDER-HSBC BANK PLC LONDON CLIENT ACCOUNT	1.450.196	0,39%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA LONDON CLIENT	1.348.072	0,36%
BANCO SANTANDER HSBC GLOBAL CUSTODY CLIENTS SC	949.529	0,26%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CEP LUXEMBOURG CLIENT	935.491	0,26%
Principales accionistas al 31 de diciembre 2019	357.246.342	96,68%

Fuente: Memoria CCU 2019.

(1) Inversiones y Rentas S.A. ejerce el control sobre Inversiones IRSA Limitada. Inversiones y Rentas S.A. posee, directa e indirectamente a través de Inversiones IRSA Limitada, el 60,00% de las acciones de CCU S.A.

3.6 Principales empresas comparables

En el siguiente capítulo se describe a las empresas comparables de CCU.

- Embotelladora Andina
- Embonor
- Viña Concha y Toro S.A
- Viña Santa Rita
- Anheuser-Busch InBev Cervecerías Chile

Embotelladora andina S.A

Ticker: Andina-A, Andina-B; Bolsa de Santiago. AKO-A, AKO-B; NYSE

La actividad principal de Embotelladora Andina S.A. es la de elaborar, embotellar, comercializar y/o distribuir los productos y marcas registrados bajo el nombre de The Coca-Cola Company (TCCC). La Sociedad mantiene operaciones y tiene licencias de The Coca-Cola Company en sus territorios en Chile, Brasil, Argentina y Paraguay. En Chile, los territorios en los cuales tiene licencia de distribución, es en la Región Metropolitana; II Región de Antofagasta; III Región de Atacama; IV Región de Coquimbo; la Provincia de San Antonio, V Región de Valparaíso; la Provincia de Cachapoal, VI Región del Libertador General Bernardo O'Higgins; XI Región de Aysén del General Carlos Ibáñez del Campo; y XII Región de Magallanes y Antártica Chilena. En Brasil, su territorio abarca la ciudad de Río de Janeiro y la parte central y norte del estado de Río de Janeiro; la ciudad de Vitória y todo el estado de Espírito Santo, y la ciudad de Ribeirão Preto y parte de los estados de São Paulo y Minas Gerais. En Argentina son Mendoza, Córdoba, San Luis, Entre Ríos, Santa Fe, Rosario, Santa Cruz, Neuquén, El Chubut, Tierra del Fuego, Río Negro, La Pampa y la zona poniente de la provincia de Buenos Aires; y en Paraguay el territorio comprende la totalidad del país. Los contratos de licencia para los territorios en Chile vencen en octubre de 2023; en Argentina vencen en el año 2022; en Brasil vencen en el año 2022, y en Paraguay vencen en el año 2020. Dichas licencias son renovables a solicitud de la licenciataria y a la exclusiva discreción de The CocaCola Company.

En relación a los principales accionistas de Andina, el Grupo Controlador, a la fecha de los presentes estados financieros consolidados, posee el 55,72% de las acciones vigentes con derecho a voto correspondientes a la Serie A. El Grupo Controlador está conformado por las familias Chadwick Claro, Garcés Silva, Hurtado Berger, Said Handal y Said Somavía, quienes controlan en partes iguales a la Sociedad.

Fuente: FECU 4T19 www.koandina.com

Coca-Cola Embonor S.A

Ticker: EMBONOR A, EMBONOR B; Bolsa de Santiago

La Sociedad se dedica principalmente a la producción y distribución de bebidas alcohólicas bajo licencia de The Coca-Cola Company (TCCC), en Chile y Bolivia. En Chile los territorios en los cuales se tiene franquicia de distribución incluye las ciudades de Arica, Iquique, Viña del Mar, Talca, Concepción, Temuco y Puerto Montt. En Bolivia los territorios en los cuales se tiene franquicia de distribución, incluye las ciudades de La Paz, Santa Cruz, Cochabamba, Sucre, Tarija y Oruro.

El ingreso neto acumulado a septiembre de 2019, llegó a \$438.845 millones, lo cual equivale a un crecimiento de 11,3% respecto del mismo período del año anterior.

El resultado operacional por su parte, creció un 16,4% y ascendió a \$46.854 millones. El EBITDA acumulado a septiembre 2019, llegó a los \$74.378 millones, lo cual implicó un crecimiento de un 5,0% respecto del año anterior.⁷

Viña Concha y Toro S.A

Ticker: CONCHATORO; Bolsa de Santiago

Viña Concha y Toro es la mayor empresa productora y exportadora de vinos de Chile. Está integrada verticalmente y opera viñedos propios, plantas de vinificación y de embotellado. La Compañía también opera en Argentina, a través de Trivento Bodegas y Viñedos S.A. y en EE.UU. a través de Fetzer Vineyards.

La Compañía ha desarrollado un amplio portfolio de vinos con la marca Concha y Toro. Asimismo, ha impulsado proyectos a través de sus subsidiarias Viña Cono Sur, Viña Maipo, Viña Quinta de Maipo, Viña Maycas del Limarí, Viña Canepa, Viña Don Melchor SpA. (anteriormente denominada Viñedos Los Robles), Fetzer Vineyards y Trivento Bodegas y Viñedos. Adicionalmente, junto a la prestigiosa viña francesa Barón Philippe de Rothschild, a través de un joint venture, Viña Almaviva S.A. produce el ícono Almaviva, un vino de primer orden.

⁷ Fuente: Estados Financieros Consolidados www.embonor.cl

La Sociedad tiene presencia en los principales valles vitivinícolas de Chile: Valle del Limarí, Aconcagua, Casablanca, Leyda, Maipo, Cachapoal, Colchagua, Curicó, BioBío y Maule.

En el negocio de distribución participa a través de las subsidiarias; VCT Chile Ltda. (Comercial Peumo) en Chile, quien posee la más extensa red propia de distribución de vinos en el mercado nacional; y en el mercado internacional, Concha y Toro UK Limited (Reino Unido); VCT Brasil Importación y Exportación Ltda. (Brasil), Concha y Toro Sweden AB (Suecia), Concha y Toro Norway AS, VCT Norway AS (Noruega), Concha y Toro Finland OY (Finlandia) y Excelsior Wine Compay, LC (EEUU).

S.A. Viña Santa Rita

Ticker: SANTA RITA; Bolsa de Santiago

Viña Santa Rita fue fundada en 1880 por don Domingo Fernández Concha, destacado empresario y hombre público de la época, en las mismas tierras de Alto Jahuel donde hoy se ubican las principales instalaciones de la empresa. El año 2008 se crea Santa Rita USA Corp, con oficina en Miami, destinada a atender de mejor forma el mercado de los Estados Unidos de América. En año 2009, se crea Nativa Eco Wines S.A con el fin de desarrollar en forma exclusiva vinos de carácter orgánico. Actualmente, Santa Rita y sus filiales comercializan sus productos en más de 75 países enfocándose siempre en el segmento de los vinos Premium y Super finos. Todo lo anterior constituye el sustento que le ha permitido a Viña Santa Rita ubicarse en un lugar de privilegio como productor y exportador líder de vinos de calidad premium y superior.

En 1980, la Viña pasa a manos del Grupo Claro, dando un enorme salto cualitativo y empresarial. Se realizan grandes inversiones, las que permiten un aumento en las exportaciones a fines de los años '80. Además, se realizan importantes innovaciones tecnológicas que permitieron elaborar vinos de mayor calidad.⁸

⁸ Fuente: www.bolsadesantiago.com

AB InvBev

Ticker: NYSE: BUD; EURONET:ABI

La compañía llegó a Chile bajo el nombre de Cervecería Chile en el año 1991, instalándose en la planta cervecera que hasta hoy la empresa ocupa en la comuna de Quilicura, Santiago. Como filial de AB InBev, la operación en Chile produce más de 1 millón de hectolitros anuales, con un nutrido portafolio de marcas que incluye a cervezas como Corona, Stella Artois, Báltica, Becker y Goose Island.

Anheuser-Busch InBev N.V./S.A. (abreviado como AB InBev) es una empresa multinacional con sede en Lovaina, Bélgica. Es la mayor fabricante mundial de cerveza, con una cuota del mercado mundial próxima al 25%.

Es la empresa que produce cervezas de marca global como Budweiser, Corona Extra, Stella Artois y Beck's, además de cervezas locales en sus países como Bud Light, Skol, Brahma, Quilmes, Labatt's, Blue, Michelob, Harbin, Sedrin, Leffe, Cass, Paceaña, Klinskoye, Sibirskaya, Salva-Vida Gilde, Chernigivske, Jupiler, Águila, Poker, Pilsen, Club Colombia, Cristal, Cusqueña, Pilsen Callao, Pilsen Trujillo, Pilsener, Patricia y Norteña. También tiene el derecho de las cervezas mexicanas Negra Modelo y Modelo Especial.

El 29 de junio de 2012, AB InBev anunció la compra del 49% restante de Grupo Modelo por la suma de 20.100 millones de dólares. Grupo Modelo es la mayor cervecera de México con una cuota de mercado del 57% con marcas como Corona, Pacífico, Victoria, León, Barrilito y Estrella. No obstante, la marca Corona es propiedad de Constellation Brands en el mercado de Estados Unidos.

En octubre de 2016, Anheuser-Busch InBev anunció la adquisición de su antigua rival cervecera sudafricana SABMiller, convirtiéndose con ello en la empresa más grande del mundo en la industria de la cerveza y controlando con ello un tercio del mercado mundial cervecero.

4. Financiamiento Vía Bonos de la Empresa

A continuación, se presentan los bonos que se encuentran vigentes:

Tabla 3. Bono Serie H

Bono	Serie H 573 23/03/2009
Nemotécnico	BCERV-H
Fecha de Emisión	15-03-2009
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000 (deuda vigente UF1.909.091)
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-03-2030
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (Kd)	4,25
Periodicidad	Semestral
Número de Pagos (N)	20,92 años (42 pagos total con 20 de gracia incluidos)
Periodo de Gracia	10 años (15-09-2019)
Motivo de la Emisión	Fue emitida para el refinanciamiento de pasivos y financiamientos de inversiones.
Clasificación de Riesgo	Fitch: AA+ (nov.2019) ICR:AA+ (dic.2019)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (Kb).	4,3% (fuente: IRC reseña anual de clasificación CCU 2018)
Precio de venta el día de la emisión.	1.970.212,28
Valor de Mercado	99 Bajo la PAR

Tabla 4. Bono Serie J

Bono	Serie J 898 28/06/2018
Nemotécnico	BCERV-J CL0002466341
Fecha de Emisión	26-04-2018
Valor Nominal (VN o D)	3.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	10-08-2043 25 años
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (Kd)	2,9
Periodicidad	Semestral
Número de Pagos (N)	25 años (50 pagos total + capital será pagado al final del plazo del bono)
Periodo de Gracia	0
Motivo de la Emisión	Fue emitida para ser usado en 75% refinanciamiento de pasivos y 25% a financiamientos de inversiones.
Clasificación de Riesgo	Fitch: AA+ (nov. 2019) ICR: AA+ (dic. 2019)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (Kb).	UF+ 2,85% (fuente: IRC reseña anual de clasificación CCU 2019)
Precio de venta el día de la emisión.	
Valor de Mercado al 31 dic 2019	106,309% sobre la PAR, YTM 2,43. Reuters

5. Estructura de Capital de la Empresa

En este capítulo se determina la estructura de capital objetivo.⁹

Deuda financiera de la empresa, 2015 al 2019, obtenidos de los EEFF de cada año en UF:

Tabla 5. Deuda Financiera

UF	25.629,09	26.347,98	26.798,14	27.565,79	28.309,94
Deuda Financiera M\$	2015	2016	2017	2018	2019*
Otros pasivos financieros (corriente)	43.973.991	66.679.933	53.591.658	62.766.946	68.385.728
Otros pasivos financieros (no corriente)	136.926.545	117.944.033	161.001.732	228.185.297	261.769.288
Total Deuda Financiera	180.900.536	184.623.966	214.593.390	290.952.243	330.155.016
Total Deuda Financiera UF (B)	7.058.407	7.007.139	8.007.772	10.554.831	11.662.159

*Información al 31 de diciembre 2019.

Patrimonio económico de la empresa:

Tabla 6. Patrimonio económico

UF	25.629,09	26.347,98	26.798,14	27.565,79	28.309,94
	2015	2016	2017	2018	2019*
Número de acciones	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872
Precio CLP	7840	6.995	9227,5	8.916	7.370
Patrimonio Económico UF (P)	113.031.813	98.097.562	127.232.254	119.508.268	96.193.640

*Información al 31 de diciembre 2019.

Valor económico de la empresa:

Tabla 7. Valor económico de la empresa

Valor económico de la empresa UF	2015	2016	2017	2018	2019*
Valor de activos (V=P+B)	120.090.220	105.104.701	135.240.026	130.063.098	107.855.798

*Información al 31 de diciembre 2019.

⁹ Fuente: Datos obtenidos de los EEFF consolidados CCU.

Determinación de la estructura objetivo de la empresa:

Tabla 8. Estructura capital objetivo

Estructura Capital Objetivo	2015	2016	2017	2018	2019*	Promedio	mediana	DEVS	MIN	MAX
B/V	5,88%	6,67%	5,92%	8,12%	10,81%	7,48%	6,67%	2,07%	5,88%	10,81%
P/V	94,12%	93,33%	94,08%	91,88%	89,19%	92,52%	93,33%	2,07%	89,19%	94,12%
B/P	6,24%	7,14%	6,29%	8,83%	12,12%	8,08%	7,14%	2,47%	6,24%	12,12%
*Información al 31 de diciembre 2019.										

6. Costo de Capital de la Empresa

En el presente capítulo se determina el WACC o Costo de capital promedio ponderado de la empresa. Para ello primero se calcula las distintas variables de sensibilidad (los betas) y de costo (las k).

6.1 Estimación del beta patrimonial de la empresa

Para estimar el Beta patrimonial de la acción de CCU, se rescataron datos históricos desde la Bolsa de Santiago referidos al precio de la acción de CCU y al valor del índice IGPA. En ambos casos se utilizaron datos desde el 01 de enero de 2016 hasta el 31 de diciembre de 2019. Cabe destacar que, durante este periodo de tiempo, hubo un 100% de presencia bursátil de la acción de CCU.

Utilizando dos años de retornos semanales (aprox. 104 retornos), se estima mediante el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$) el beta de la acción para los años 2017 al 2019 (al 31 de diciembre de cada año) utilizando una regresión lineal de mínimos cuadrados. Los resultados obtenidos se resumen en la tabla 9.

Tabla 9. Beta de la empresa

CCU-IGPA	2017	2018	2019
Beta de la Acción	0,99	0,62	0,59
P-value (significancia)	3E-11%	0,000001%	0,00001%
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%

Ver anexo para resultados regresiones, capítulo 13.2.

6.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa

Para los siguientes cálculos se supone una tasa **libre de riesgo de 0,8%** (BCU-30 al 27 de diciembre de 2019) y un **premio por riesgo de mercado de 5,89%** para Chile (Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a enero de 2020).

Costo de la Deuda (k_b)

El costo de la deuda k_b se obtiene como la última YTM registrada a diciembre 2019, del bono de más largo plazo emitido por CCU. Para este caso, sería el bono BCERV serie J en UF, obteniendo un $k_b = 2,43\%$ real.

Beta de la Deuda (β_b)

Utilizando CAPM (dado que $k_b > r_f$), se usa la ecuación de Rubinstein y la tasa de costo de la deuda, se determina el beta de la deuda de la empresa.

$$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_b$$

Siendo $PRM = E(R_m) - r_f$, reemplazando valores

$$2,43\% = 0,8\% + 5,89\% * \beta_b \rightarrow \beta_b = 0,28$$

Se obtiene un beta de la deuda (β_b) de 0,28.

Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)

Para el cálculo del Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$) que se verá a continuación, se utiliza el Beta de la Acción que se calculó en el capítulo 6.1 a diciembre 2019, según se aprecia en la tabla 10.

Tabla 10. Beta de la acción 2019

	2019
Beta de la Acción	0,59
P-value (significancia)	0,00001%
Presencia Bursátil (%)	100%

Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Se desapalanca el beta de la acción a diciembre de 2019, con la estructura de capital promedio de la empresa y la tasa de impuestos corporativos promedio de los años que abarca el cálculo del beta, que comprende los años 2018 al 2019.

La estructura de capital promedio de la empresa fue B/P = 10,45% y la tasa impositiva promedio fue de 27% para los años señalados.

Dado que $k_b > r_f$, se usa la ecuación de Rubinstein:

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

Se reemplaza los valores en la ecuación anterior:

$$0,59 = \beta_p^{S/D} [1 + (1 - 0,27) * 0,1045] - (1 - 0,27) * 0,28 * 0,1045 \rightarrow \beta_p^{S/D} = \mathbf{0,57}$$

Se obtiene un beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{S/D}$) de 0,57.

Beta Patrimonial Con Deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Se apalanca el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo de la empresa, estimada en el capítulo 5, B/P = 8,08% y utilizando la tasa de impuestos de largo plazo $t_c = 27\%$ (hasta el momento no hay discusiones en modificar esta tasa).

Dado que $k_b > r_f$, se usa la ecuación de Rubinstein:

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

Reemplazando valores en la ecuación anterior:

$$\beta_p^{C/D} = 0,57 * [1 + (1 - 0,27) * 0,0808] - (1 - 0,27) * 0,28 * 0,0808 \rightarrow \beta_p^{C/D} = \mathbf{0,59}$$

Se obtiene un beta patrimonial con deuda de $\beta_p^{C/D} = 0,59$.

Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM se estima la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda ($\beta_p^{C/D}$), calculado anteriormente, que incluye la estructura de capital objetivo de la empresa.

$$k_p = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_p^{C/D}$$

Siendo $PRM = E(R_m) - r_f$, reemplazando valores

$$k_p = 0,8\% + [5,89\%] * 0,59 \rightarrow k_p = \mathbf{4,25\%}$$

Se obtiene un costo patrimonial con deuda de $k_p = 4,25\%$, considerando la estructura de capital objetivo.

Costo de Capital (k_0)

Se utiliza la definición de Costo de Capital que corresponde al llamado WACC o costo de capital promedio ponderado, se estima el costo de capital para la empresa.¹⁰

$$WACC = k_0 = k_p \left(\frac{P}{V}\right)^{OBJ} + k_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{V}\right)^{OBJ}$$

reemplazando valores

$$k_0 = 4,25\% * 92,52\% + 2,43\% * (1 - 0,27) * 7,48\% \rightarrow \mathbf{k_0 = 4,06\%}$$

Se obtiene un costo de capital de $k_0 = 4,06\%$, considerando la estructura de capital objetivo.

¹⁰ Cap. 8. B Costo de capital. Finanzas corporativas. Carlos Maquieira V.

7. Análisis operacional del negocio e industria

7.1 Análisis de Crecimiento

7.1.1 Tasas de crecimiento real de CCU

En 2019, los Ingresos por ventas de Compañía Cervecerías Unidas S.A. y sus subsidiarias (“CCU” o la “Compañía”) aumentaron en un 2,2%. En términos reales disminuyeron en 0,5%, alcanzando MUF 64.378.

En la tabla 11, se muestra la tasa de crecimiento por segmento de la empresa:

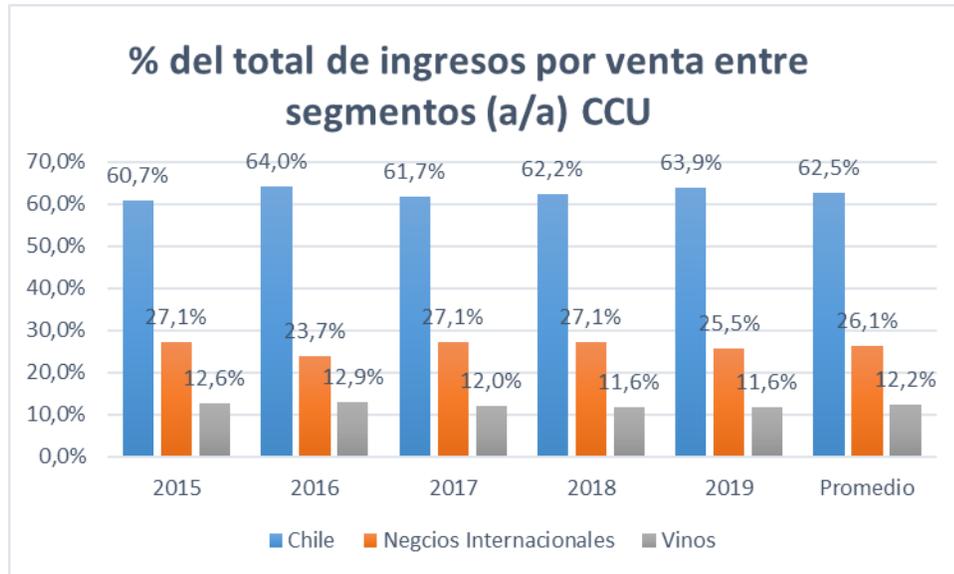
Tabla 11. Tasa de crecimiento real ingresos por ventas

	Año	Chile	Negcios Internacionales	Vinos	Otros	Total
Tasa de crecimiento real Ingresos por ventas + Otros ingresos + Ingresos por venta entre segmentos	2015					
	2016	6,7%	-11,3%	3,4%	53,8%	1,2%
	2017	3,2%	22,3%	-0,2%	33,2%	7,1%
	2018	3,0%	2,2%	-1,8%	20,3%	2,1%
	2019	2,2%	-6,5%	0,1%	8,1%	-0,5%
	Promedio	3,8%	1,7%	0,4%	28,8%	2,5%
	Ponderado	2,4%	0,4%	0,0%	-0,2%	2,6%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Del total de los ingresos de la compañía, en el último año, un 63,9% viene del segmento Chile, un 25,5% viene del segmento negocios internacionales y un 11,6% del segmento vino. En el gráfico 1, se puede observar cómo se han distribuidos los ingresos por venta de la empresa desde el 2015 al 2019.

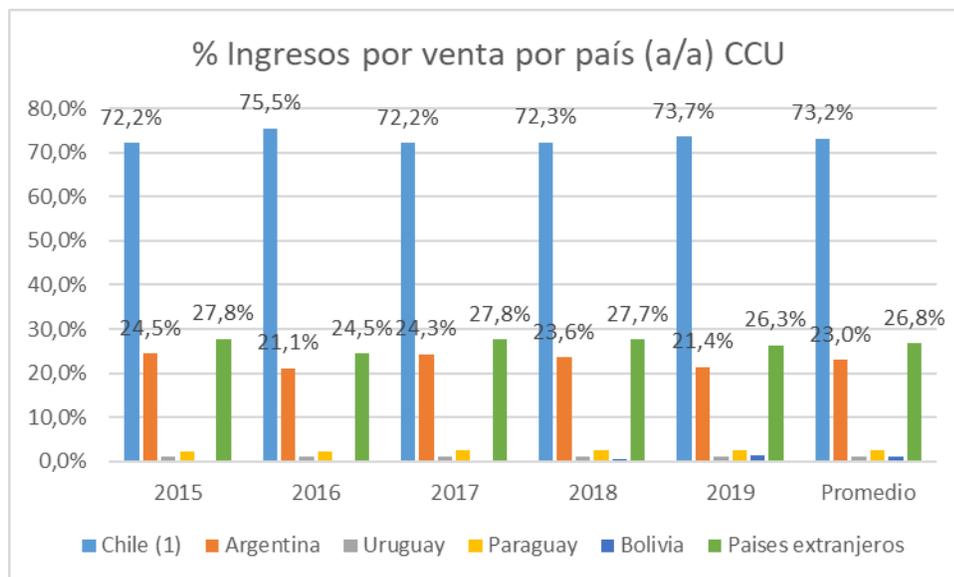
Gráfico 1. Porcentaje ingresos por segmentos



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

En el último año, el ingreso de ventas por país, viene principalmente de Chile con un 73,7%, como se observa en el gráfico 2. Este valor no ha tenido mayores cambios entorno al promedio a lo largo de los años.

Gráfico 2. Ingresos por venta por país



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

(1) Se incluyen ingresos por ventas netas correspondientes a las Unidades de Apoyo Corporativos y eliminaciones entre ubicaciones geográficas. Adicionalmente se incluyen ingresos por ventas netas realizadas por el Segmento de Operación Vinos.

Los mayores ingresos fueron consecuencia de un alza de 5,3% en los volúmenes (excluyendo Bolivia, los volúmenes se expandieron un 4,2%), superando por primera vez los 30 millones de hectolitros, siendo parcialmente compensado por una caída de 2,9% en el precio promedio medido en pesos chilenos (“CLP”). La disminución del precio promedio se explica por la caída de 9,8% en el Segmento de operación Negocios Internacionales, asociada mayormente a la fuerte depreciación del peso argentino (“ARS”) contra el CLP.

En la tabla 12, se muestra el volumen de venta por segmento de la empresa, en miles de litros, y su variación con respecto al año anterior según segmento de la empresa. Se puede observar que el segmento negocios internacionales ha aumentado un 56% desde el 2015.

Tabla 12. Volumen de ventas por segmento

		Chile		Negcios Internacionales		Vinos		Total	
		ML	%	ML	%	ML	%	ML	%
Volumen de ventas	2015	16.882		5.697		1.348		22.579	
	2016	17.643	4,5%	5.752	1,0%	1.388	3,0%	23.395	3,6%
	2017	17.863	1,2%	6.726	16,9%	1.431	3,1%	24.589	5,1%
	2018	18.864	5,6%	8.273	23,0%	1.389	-2,9%	27.137	10,4%
	2019	19.802	5,0%	8.899	7,6%	1.395	0,4%	28.701	5,8%
	2015-2019		17,3%		56,2%		3,5%		27,1%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

En relación al crecimiento de ingresos reales por ubicación geográfica, tabla 13, en Chile éstos han aumentado 12,3% mientras que en los países extranjeros han aumentado en 4,4% desde 2015.

Tabla 13. Tasa de crecimiento real ingresos por país

	Año	Chile (1)	Argentina	Uruguay	Paraguay	Bolivia	Países extranjeros	Total Consolidado
Crecimiento real Ingresos por ventas netas por ubicación geográficas	2015							
	2016	5,8%	-12,6%	2,5%	2,6%		-10,8%	1,2%
	2017	2,5%	23,3%	6,1%	10,7%		21,4%	7,1%
	2018	2,2%	-0,9%	5,0%	1,3%		1,8%	2,1%
	2019	1,4%	-9,8%	-2,1%	5,4%	121,5%	-5,3%	-0,5%
	2015-2019	12,3%	-3,7%	11,7%	21,2%		4,4%	10,1%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa

(1) Se incluyen ingresos por ventas netas correspondientes a las Unidades de Apoyo Corporativos y eliminaciones entre ubicaciones geográficas. Adicionalmente se incluyen ingresos por ventas netas realizadas por el Segmento de Operación Vinos.

En relación al crecimiento real de ingresos por ventas netas por clientes domésticos y de exportación, ha habido un aumento en 12,13% en los clientes domésticos y una disminución en magnitud similar en los clientes exportación.

Tabla 14. Tasa de crecimiento real ingresos por ventas por clientes

	Año	Clientes domésticos	Clientes exportación	Total
Crecimiento real Ventas netas por clientes	2015			
	2016	1,2%	1,7%	1,2%
	2017	8,2%	-4,7%	7,1%
	2018	2,9%	-8,3%	2,1%
	2019	-0,4%	-1,2%	-0,5%
	2015-2019	12,13%	-12,14%	

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Según tabla 15, en relación al crecimiento de ingresos reales por venta por categorías, se observa que la categoría de productos no alcohólicos ha aumentado un 22,8% desde el 2015 hasta fines del 2019.

Tabla 15. Tasa crecimiento real ingresos por ventas por categoría

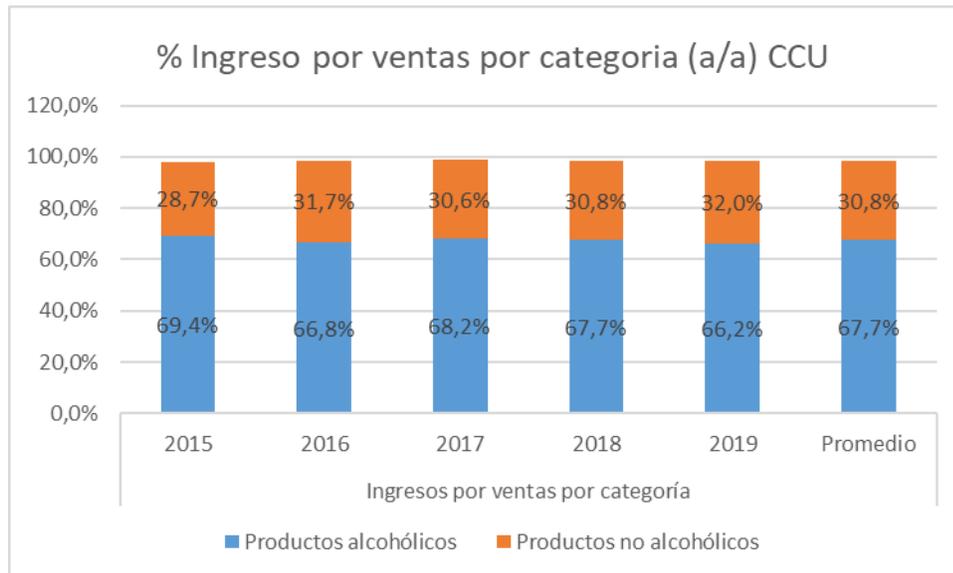
	Año	Productos alcohólicos	Productos no alcohólicos	Otros (1)	Total
Crecimiento real Ingresos por ventas por categoría	2015				
	2016	-2,6%	11,7%	-19,2%	1,2%
	2017	9,3%	3,6%	-16,7%	7,1%
	2018	1,2%	2,8%	31,6%	2,1%
	2019	-2,6%	3,3%	18,9%	-0,5%
	2015-2019	5,0%	22,8%		

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

(1) Otros se compone principalmente de las ventas de subproductos y botellas de envasado incluyendo, pallets y vasos.

En relación a los ingresos de ventas por categoría, se puede decir que no ha habido cambios entorno al promedio de estos porcentajes, correspondiendo un 67,7% a productos alcohólicos y un 30,8% a productos no alcohólicos. Como se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico 3. % ingresos por ventas por categoría

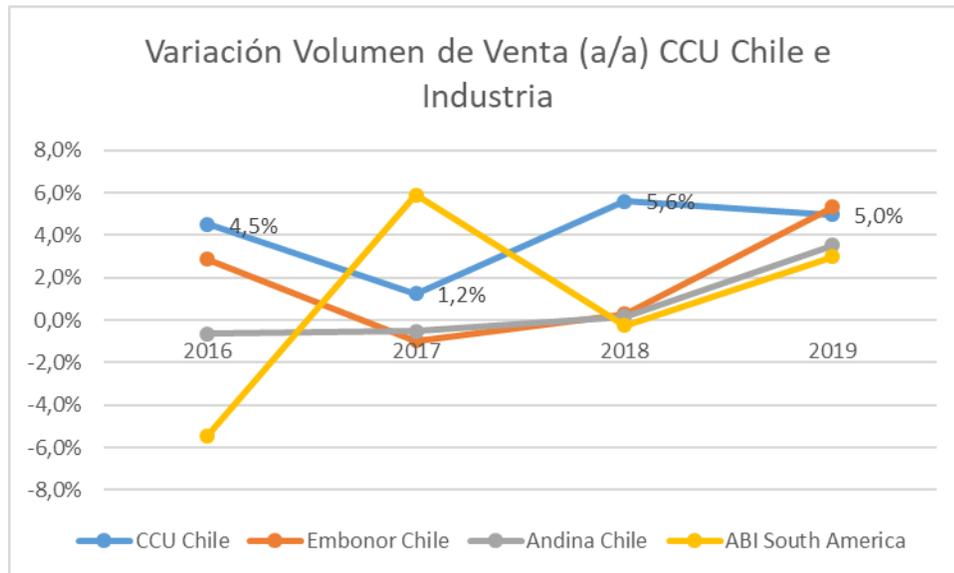


Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Volúmenes e ingresos por venta reales por segmentos de la empresa

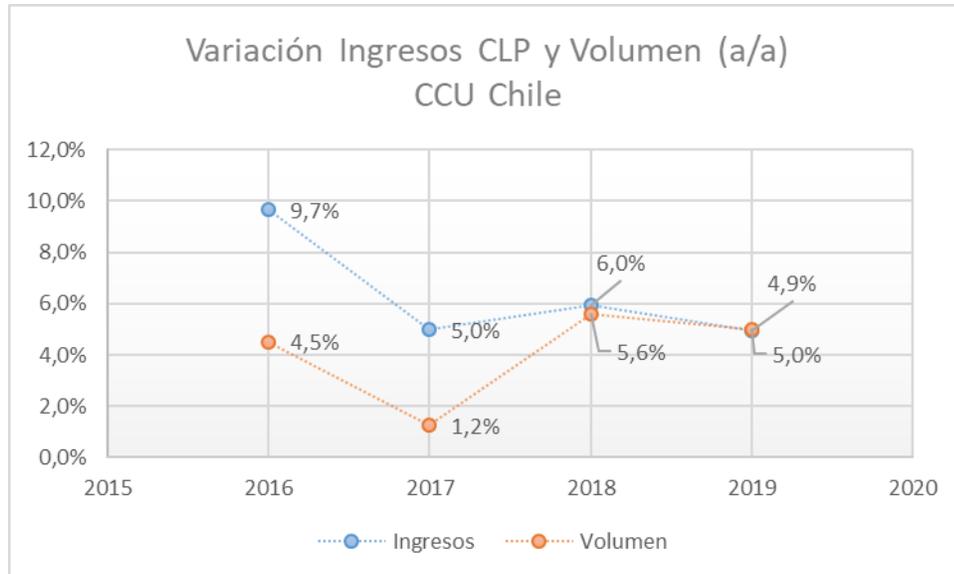
El **Segmento de operación Chile** mostró un aumento en volúmenes de 5%, alcanzando 19,8 millones de hectolitros, lo que permitió lograr mayores ingresos por ventas en 4,9% nominal, 2,2% real, alcanzando MUF 41.127. Los precios promedio se mantuvieron estables. En un entorno competitivo, la compañía ha privilegiado aumentar y defender su participación de mercado creciendo en volúmenes a costa de precios (como se muestran en los siguientes gráficos)

Gráfico 4. Variación Volumen de venta CCU e Industria



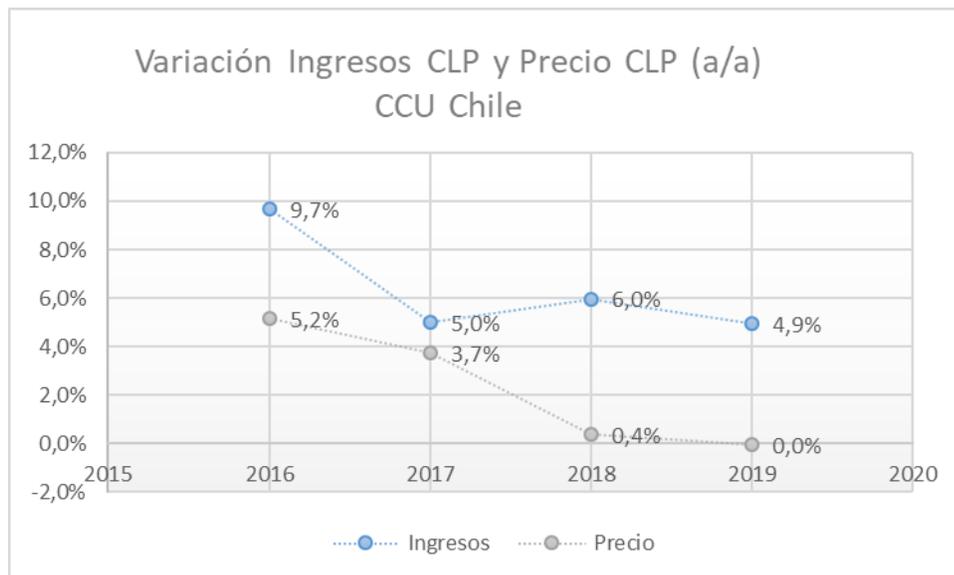
Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Gráfico 5. Variación ingresos y volumen CCU-Chile



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

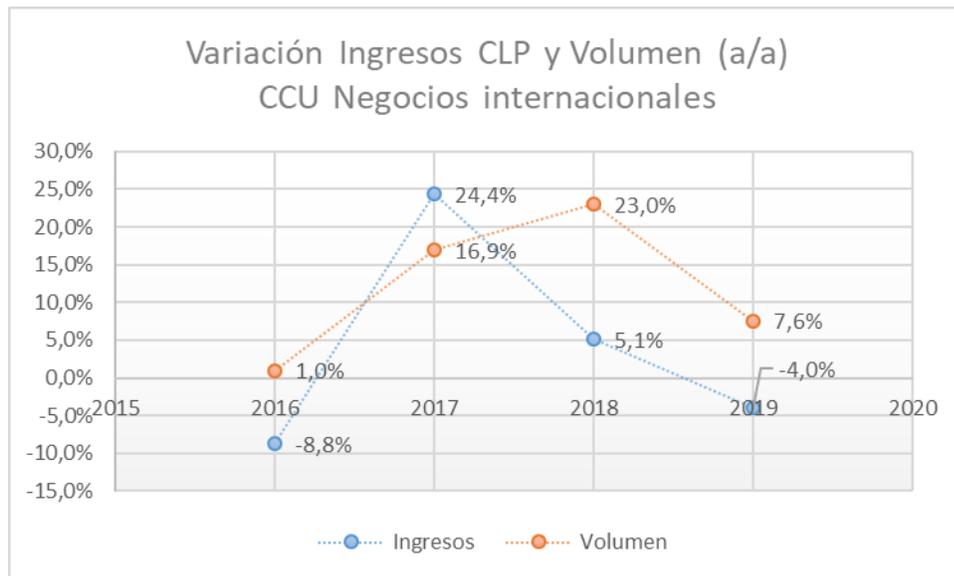
Gráfico 6. Variación ingresos y precio CCU-Chile



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

El **Segmento de operación Negocios Internacionales** está compuesto por Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay. Argentina representa el 81% de los ingresos por venta de este segmento que mostró un aumento en volúmenes de 7,6%, alcanzando 8,9 millones de hectolitros.

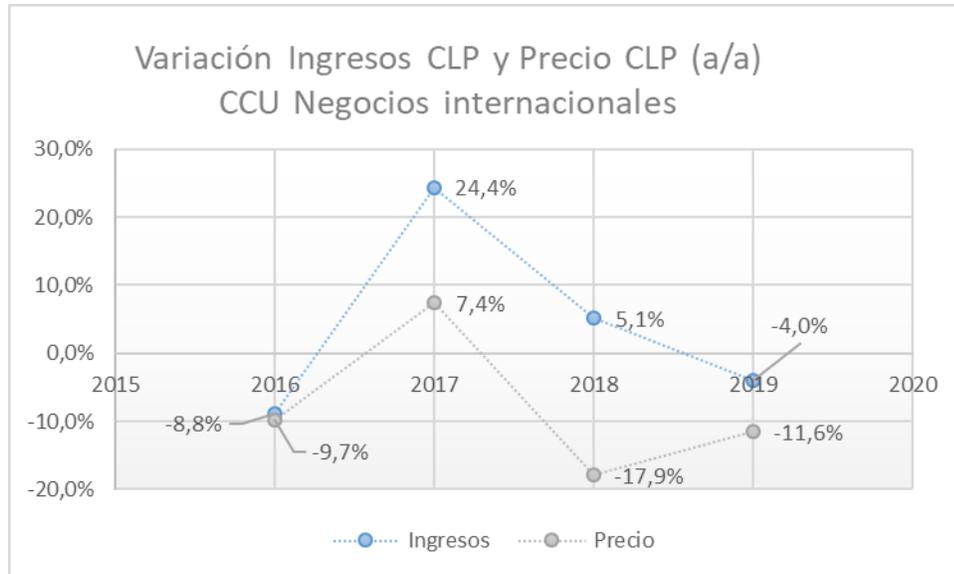
Gráfico 7. Variación ingresos y volumen CCU Negocios internacionales



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Este crecimiento estuvo explicado principalmente por Argentina y la consolidación de las operaciones en Bolivia desde agosto del 2018. Excluyendo dicha consolidación, los volúmenes habrían alcanzado un alza de 3,9%. El precio promedio en CLP disminuyó 11,6%, explicado mayormente por la fuerte depreciación del ARS contra el CLP, la que superó el alza de precios en moneda local. Producto de lo anterior, los Ingresos por ventas disminuyeron 4,0%, -6,5% real, llegando a MUF 16.407.

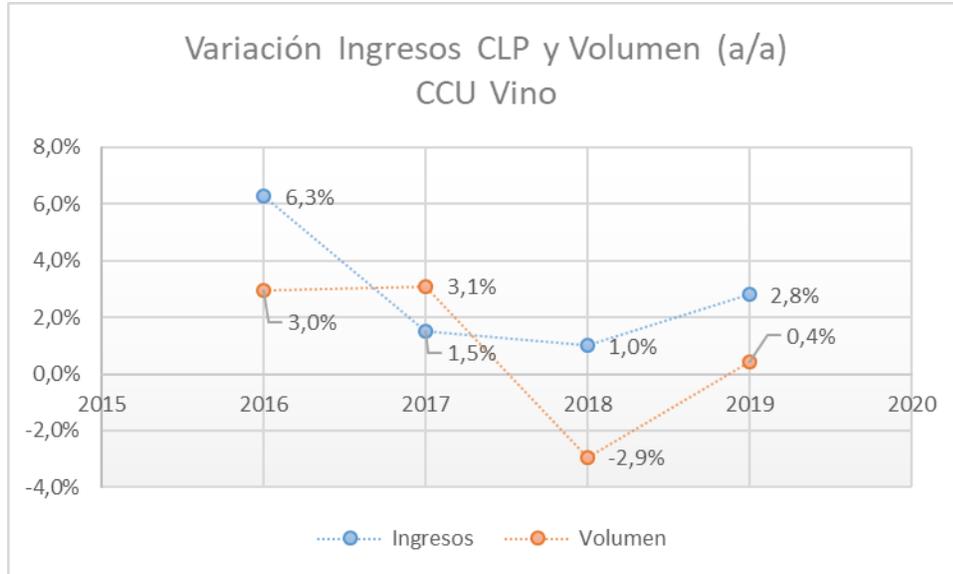
Gráfico 8. Variación ingresos y precio CCU Negocios internacionales



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

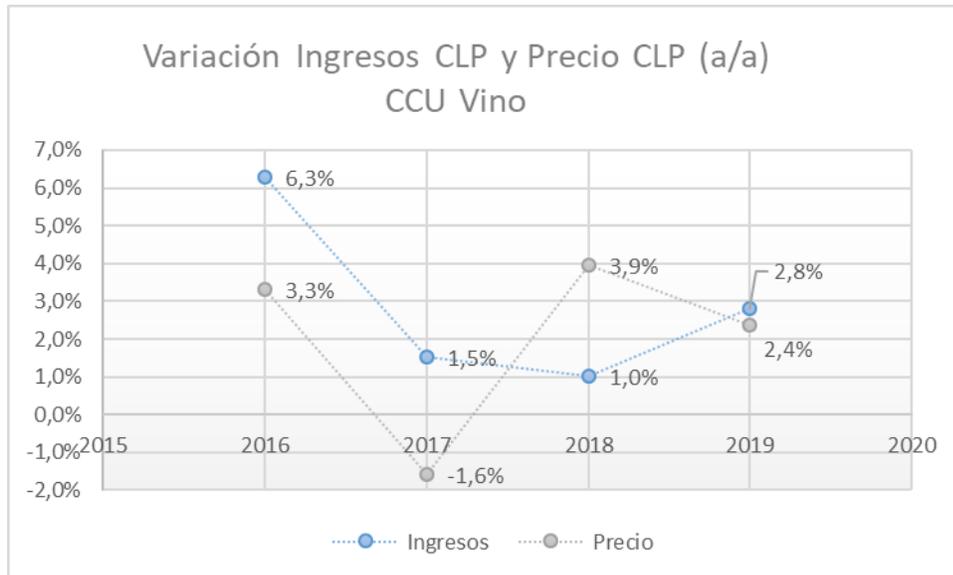
El **Segmento de operación Vinos** registró un alza en sus volúmenes de 0,4%, alcanzando 1,4 millones de hectolitros. El precio promedio en CLP se incrementó un 2,4%, impulsado por el fortalecimiento de los ingresos de exportación como consecuencia de la apreciación del USD. Como resultado, los Ingresos reales por ventas subieron un 0,1%, alcanzando MUF 7.500. Como se puede ver en los siguientes gráficos:

Gráfico 9. Variación ingresos y volumen CCU Vinos



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Gráfico 10. Variación ingresos y precio CCU Vinos



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

7.1.2 Crecimientos reales de la industria

A continuación, se calcula las tasas de crecimientos reales de las empresas comparables a CCU.

Embonor

Durante el año 2019 se generaron MUF 22.040 de ingresos por ventas netas, que representan un aumento de un 7,6% respecto del año 2018, debido a mayores ingresos en la operación chilena y de Bolivia.

Tabla 16. Crecimiento ingresos por ventas por país. Embonor

Segmento País		Chile	Bolivia	Total
Crecimiento Ingresos reales por ventas netas por ubicación geográficas	2015			
	2016	2,7%	5,8%	4,1%
	2017	2,0%	-4,9%	-1,1%
	2018	1,1%	-0,7%	0,3%
	2019	6,9%	8,7%	7,6%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Con respecto a la operación en Chile, el volumen de ventas aumentó en 5,3% respecto del año 2018, alcanzando 751 millones de litros, debido principalmente al mayor volumen de bebidas no carbonatadas y de aguas. El ingreso real por ventas alcanzó a MUF 12.584, con un aumento de 6,9% respecto del año 2018 que se explica por un aumento promedio de precios. El volumen de ventas en Bolivia disminuyó en 0,6% con respecto del año 2018, alcanzando 822 millones de litros, debido principalmente al menor volumen de bebidas no carbonatadas. El ingreso real por ventas alcanzó a MUF 9.457, con un aumento de 8,7% respecto del año 2018 que se explica por un aumento promedio de precios y paridad de peso chileno y boliviano.

Tabla 17. Volumen de ventas por país. Embonor

		Chile		Bolivia		Total	
		MM L	%	MM L	%	MM L	%
Volumen de ventas	2015	698		768		1.466	
	2016	718	2,9%	824	7,3%	1.542	5,2%
	2017	711	-1,0%	824	0,0%	1.535	-0,5%
	2018	713	0,3%	827	0,4%	1.540	0,3%
	2019	751	5,3%	822	-0,6%	1.573	2,1%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Andina

El Volumen de Ventas consolidado fue 4.240 millones de litros, lo que representó una disminución de 0,6% respecto a igual período de 2018, explicado principalmente por la disminución del volumen en la franquicia de Argentina, compensado en parte por el aumento de volumen en Brasil, Chile y Paraguay.

Las Ventas Netas consolidadas alcanzaron MUF 62.841 con un aumento del 3,5% real.

Tabla 18. Crecimiento de ingresos por ventas por país. Andina

Segmento País		Chile	Argentina	Brasil	Paraguay	Eliminación interpaíses	Países extranjeros	Total
Crecimiento Ingresos reales por ventas netas por ubicación geográficas	2015							
	2016	2,1%	-19,8%	-5,4%	-1,3%	25,8%	-11,7%	-7,9%
	2017	0,4%	5,3%	0,6%	5,2%	-11,6%	3,1%	2,3%
	2018	0,6%	-27,4%	-13,0%	2,9%	-16,5%	-17,4%	-12,0%
	2019	3,9%	-7,1%	11,6%	3,4%	60,7%	3,4%	3,5%
	2015-2019	7,1%	-43,0%	-7,6%	10,6%			-14,2%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Tabla 19. Volumen de Venta por país. Andina

		Chile		Argentina		Brasil		Paraguay		Total	
		MM L	%	MM L	%	MM L	%	MM L	%	MM L	%
Volumen de ventas	2015	1.328		1.651		1.330		349		4.658	
	2016	1.319	-0,6%	1.243	-24,7%	1.512	13,6%	352	1,0%	4.426	-5,0%
	2017	1.312	-0,5%	1.201	-3,4%	1.414	-6,5%	369	4,8%	4.296	-2,9%
	2018	1.315	0,2%	1.147	-4,5%	1.416	0,1%	387	4,9%	4.265	-0,7%
	2019	1.361	3,5%	1.012	-11,7%	1.473	4,1%	394	1,6%	4.240	-0,6%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

ABInBev

En relación al segmento South America*, el Volumen de Ventas consolidado fue 13.966 millones de litros, lo que representó un aumento de 3% respecto a igual período de 2018. Por su parte, las Ventas Netas consolidadas para alcanzaron MMUSD 9.790, una disminución de -4,4%, que puede estar explicado principalmente por las paridades de monedas.

Tabla 20. Tasas de crecimiento ABInBev

ABInBev		2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos Consolidados South America*	MMUSD			11.596	10.238	9.790
	MMCLP				7.113.055	7.330.165
	MMUSD	3.331	2.850	3.363	2.863	
	MMCLP	2.365.543	1.907.990	2.067.404	1.989.127	-
tasa crecimiento USD\$	%		-14,4%	18,0%	-14,9%	-4,4%
tasa crecimiento CLP\$	%		-19,3%	8,4%	-3,8%	3,1%
Volumen de venta	MM L				13.562	13.966
		3.401	3.216	3.406	3.398	
Crecimiento	%		-5,4%	5,9%	-0,2%	3,0%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

*Hasta 2018 Latin America South: Argentina, Bolivia, Chile, Paraguay and Uruguay.
desde el 2018 South America: Argentina, Bolivia, Brazil, Chile, Paraguay and Uruguay.

Comentarios crecimiento de la industria del vino

El año 2019 las exportaciones totales de vino mostraron un aumento de 2,7% en volumen en relación con 2018 y disminuyeron 3,3% en valor con relación al mismo período. Si se compara las exportaciones 2019 con las del año 2017 se observa una reducción de 7,7% en el volumen y de 4,3% en el valor.

Los vinos exportados con denominación de origen alcanzaron 444 millones de litros, lo que representa una reducción de 2,8% en relación con el 2018 y 7,0% en relación con el 2017. En términos de valor estas exportaciones llegaron a USD 1.445 millones, 4,2% menos que el 2018 y 4,9% menos que 2017.

Por su parte, los vinos a granel tuvieron un aumento en su valor y volumen exportado en relación con el año 2018, llegando a 360 millones de litros (12,7%) y USD 336 millones (2,5%). Al comparar las exportaciones 2019 con las 2017 la situación se revierte y se observa una disminución de 1,2% en valor y 8,6% en volumen.

Los vinos espumosos, si bien mantienen una baja participación en el total de vinos exportados, se mantienen como la categoría con mayor precio medio de las exportaciones. En relación con el año 2018, las exportaciones 2019 disminuyeron en volumen y valor, llegando a 4,6 millones de litros (-0,1%) y USD 18,5 millones (-3,4%).

Las exportaciones de vino de la categoría vinos en envases entre 2 y 10 litros disminuyen 10,6% en volumen y 14,9% en valor en relación con el 2018, llegando a 18 millones de litros y USD 33,8 millones.

Viña Concha y Toro

En el año 2019 aumentó el volumen de ventas consolidado a 301 millones de litros, lo que representó un aumento de 1,5% respecto a igual período de 2018.

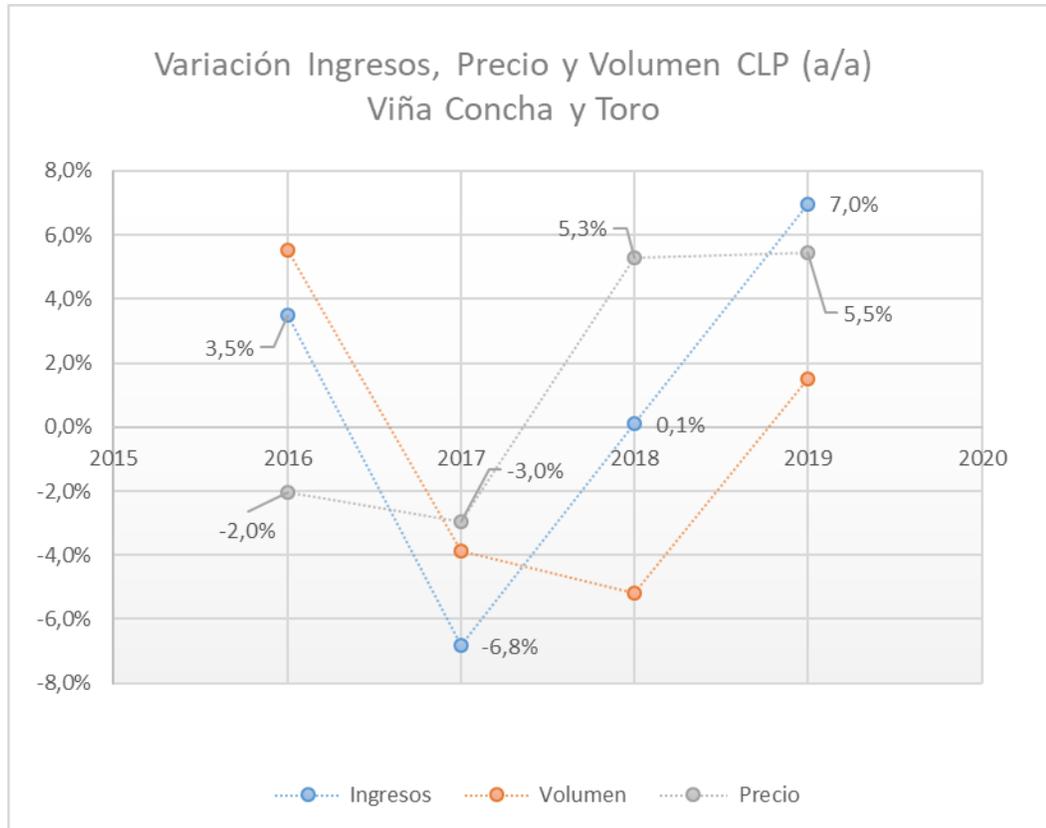
Tabla 21. Volumen de ventas. Viña Concha y Toro

		MM L Consolidado	%	MM L Chile	%
Volumen de venta	2015	308,7	3,3%	65,8	4,9%
	2016	325,8	5,5%	70,7	7,4%
	2017	313,2	-3,9%	65,7	-7,0%
	2018	297,0	-5,2%	68,3	4,0%
	2019	301,5	1,5%	64,8	-5,1%
	2015-2018			-2,3%	

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

El siguiente gráfico muestra la variación porcentual año a año de los ingresos, el volumen de ventas y el precio. Al observar el año 2019 se aprecia que los ingresos aumentaron más que el volumen de ventas. Esto puede estar explicado por la apreciación del dólar y el aumento del precio del vino.

Gráfico 11. Variación de ingresos, precio y volumen. Viña Concha y Toro



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Por su parte, los ingresos por Ventas Netas consolidadas alcanzaron MMUF 23.207, un aumento de 4,2%, explicado principalmente por la apreciación del USD y el aumento de precios.

Tabla 22. Crecimiento real ingresos. Viña Concha y Toro

	$\Delta\%$	Consolidado	Chile
Crecimiento real Ingresos netos de explotación	2015		
	2016	0,7%	2,3%
	2017	-8,4%	4,1%
	2018	-2,7%	-9,2%
	2019	4,2%	-0,4%

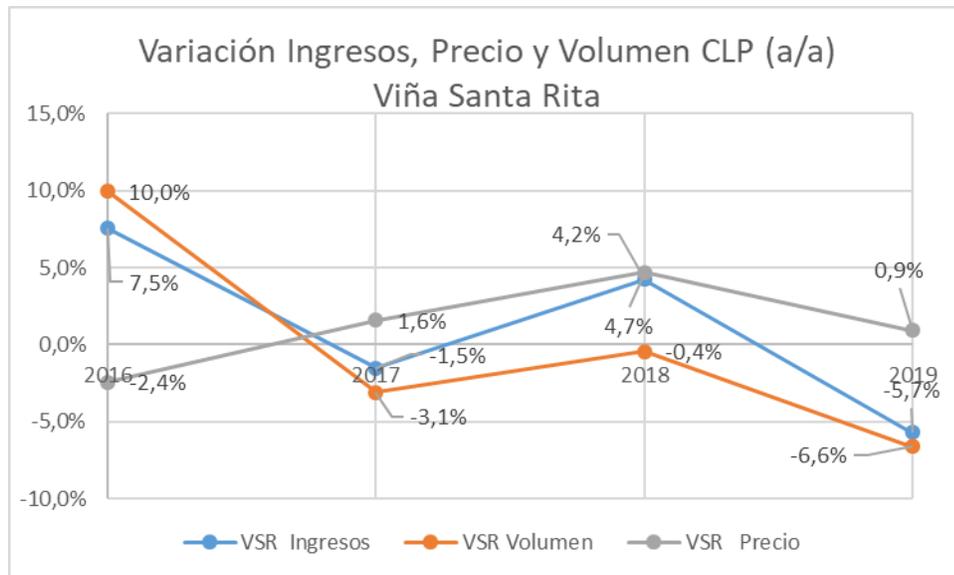
Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Viña Santa Rita

Durante el año 2019 alcanzó MUF 5.686 en las ventas consolidadas, una disminución del 5,7% comparado con el año anterior, explicada principalmente por la baja en las ventas en el mercado internacional, que cayeron un 5,7% y en el mercado local, con una disminución del 5,7%. En el ejercicio, se obtuvieron menores embarques a Brasil y una disminución importante en la venta por parte de Doña Paula en Estados Unidos, lo que afectó el precio promedio en aproximadamente dos dólares por caja.

Junto a lo anterior, el mercado local vio fuertemente afectado los volúmenes de venta durante el último trimestre del año 2019, producto de la situación de inestabilidad social que atravesó el país. El volumen de venta consolidado durante el último trimestre disminuyó un 12,4% respecto del año anterior y finalizó el año con una disminución del 6,6% con respecto al año 2018.

Gráfico 12. Variación de ingresos, precio y volumen. Viña Santa Rita



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

7.1.3 Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2020 al 2024

A nivel global el panorama para las grandes marcas de la industria de bebestibles es positivo. Esto se debe a una fuerte red de distribución, la cual cuenta con mix de productos cada vez más diversificados, generando con ello una sinergia que ha permitido optimizar la logística y reducir costos. Adicionalmente, las preferencias del consumidor por bebestibles han entregado a las embotelladoras un alto poder de negociación de precios. Lo anterior ayudaría a mitigar ciertos factores de riesgo como la inestabilidad económica de los países latinoamericanos y posibles efectos tarifarios.

En opinión de ICR, clasificadora de riesgo, esta industria se caracteriza por:

- Ser más estable que otras industrias, aun cuando las principales líneas de negocios no son de primera necesidad. No obstante, la oferta de productos de las grandes cerveceras suele ser tal, que existen líneas de negocios dirigidas a un segmento objetivo variado, pudiendo, por lo tanto, existir un efecto sustitución derivado de una variación de ingresos en un momento determinado.
- Tener barreras de entrada relativamente altas, generadas por una imagen de marca importante con fuertes campañas de marketing, eficiencias operacionales y sólidos canales de distribución.
- Altos niveles de competencia, mitigados en parte, por una alta diversificación, tanto geográfica como de productos.
- Mantener niveles significativos de innovación, debido a que el desarrollo de nuevos productos es, generalmente, un factor clave para mantener o aumentar la participación de mercado.

A nivel mundial, la industria está liderada por dos compañías que corresponden a las cerveceras más grandes en términos de ventas: Anheuser-Busch InBev y Heineken, cuya presencia a nivel latinoamericano se describe a continuación:

- AB InBev participa y controla gran parte del mercado brasileño a través de su subsidiaria AmBev. En Chile participa por medio de su subsidiaria AB InBev Chile (ex Cervecerías Chile), quien cambió su nombre en agosto 2018 y en Argentina está presente a través de Quilmes Industrial (Quinsa).
- Heineken, tiene participación en Chile y Argentina a través de CCU. Adicionalmente, participa en la industria mexicana y brasileña a través de FEMSA, y en algunos países centroamericanos.

La dinámica de crecimiento de la industria ha sido por medio de fusiones, adquisiciones o mediante acuerdos con socios estratégicos. Así, en años anteriores lo que se observó en el mercado fue la adquisición de cerveceras regionales con marcas reconocidas en su respectivo país y con fuerte potencial de crecimiento. Esta dinámica dio un giro significativo durante el año 2016, cuando se anunció la adquisición de Sab Miller por parte de AB InBev, lo que significó la fusión de las dos cerveceras más grandes del mundo y que deja a Heineken, en consecuencia, como el segundo actor de mercado a nivel mundial.

En Chile, la industria de la cerveza la lidera CCU, empresa ligada a Heineken, siendo su principal competidor AB InBev Chile (ex Cervecerías Chile), hoy filial de la cervecera más grande del mundo.

En relación al vino ¹¹, las firmas vitivinícolas coinciden en que la fuerte sequía que afecta al país tendrá un impacto negativo en las próximas cosechas, que suele comenzar a mediados de febrero, esto impactará en volúmenes de ventas para los próximos años.

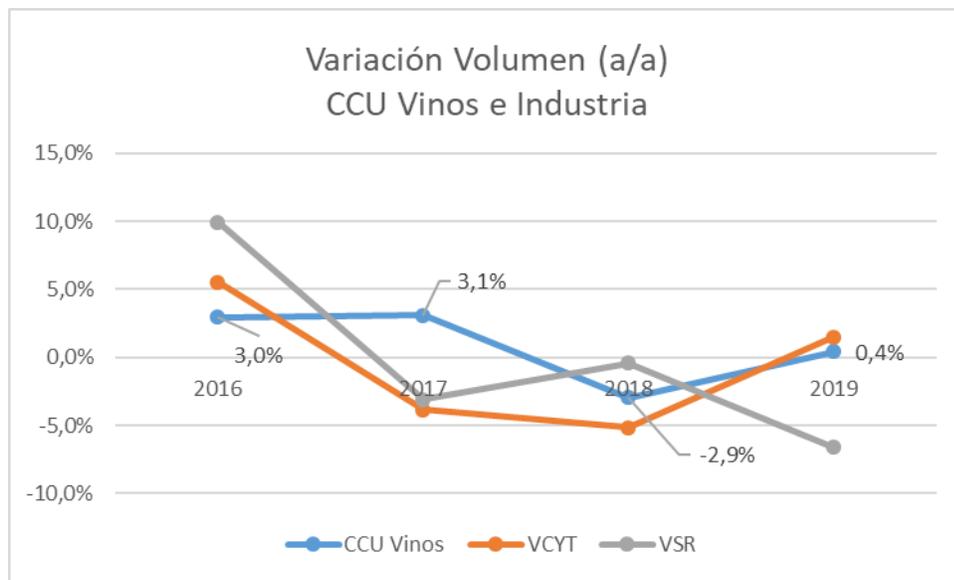
¹¹ <https://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Analisis/2019/12/09/Vinas-proyectan-menor-produccion-para-la-proxima-vendimia.aspx>

Para determinar las perspectivas de crecimiento de la industria se enfocará en los tres segmentos de la empresa CCU, según la clasificación en los estados financieros de la empresa.

Segmento Vinos

Se determinará la proyección de los ingresos considerando las expectativas económicas y las tendencias de crecimiento para este mercado a través de las empresas de referencias Viña Santa Rita y Viña Concha y Toro, y el segmento vinos de CCU. Un 12% de los ingresos de CCU proviene de este segmento.

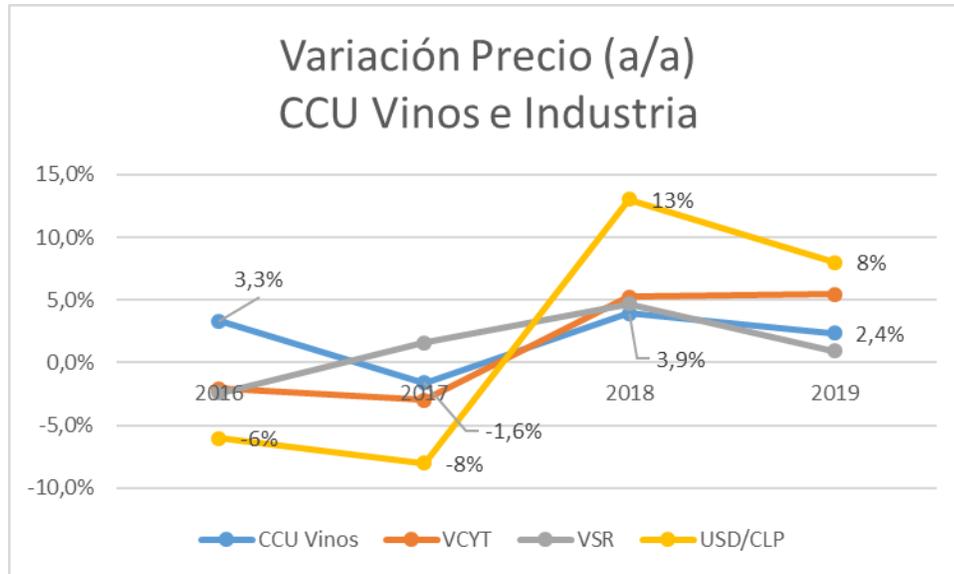
Gráfico 13. Variación Volumen de Venta. CCU Vinos e Industria



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas.

En el gráfico 14, se muestra las tasas de crecimiento de los precios para el segmento vino CCU e industria.

Gráfico 14. Variación precio. CCU Vinos e Industria



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas.

En la tabla 23, se resume la evolución de crecimiento en ingresos, volumen y precios de CCU Vinos y la industria. Con esta información, más la estimación de la paridad dólar y la expectativa del consumo del vino, se proyectará el ingreso real de CCU vinos.

Tabla 23. Crecimiento en ingresos, volumen y precio. CCU Vinos e Industria.

% Crecimiento	CCU Vinos			VCYT			VSR			USD/CLP
	Ingresos	Volumen	Precio	Ingresos	Volumen	Precio	Ingresos	Volumen	Precio	
2016	6,3%	3,0%	3,3%	3,5%	5,5%	-2,0%	7,5%	10,0%	-2,4%	-6%
2017	1,5%	3,1%	-1,6%	-6,8%	-3,9%	-3,0%	-1,5%	-3,1%	1,6%	-8%
2018	1,0%	-2,9%	3,9%	0,1%	-5,2%	5,3%	4,2%	-0,4%	4,7%	13%
2019	2,8%	0,4%	2,4%	7,0%	1,5%	5,5%	-5,7%	-6,6%	0,9%	8%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas.

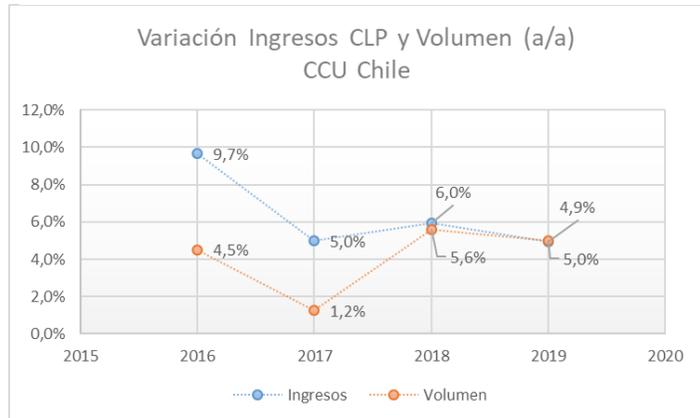
Segmento Chile

El Segmento Chile corresponde a cervezas, bebidas no alcohólicas, licores y Unidades Estratégicas de Servicio ("UES") en el mercado chileno. Como se mencionó anteriormente un 63% de los ingresos por ventas vienen de este segmento. Se toma el segmento Chile de cada una de las empresas referenciales Embonor, Andina y CCU, y ABI Sudamérica.

El panorama de la operación en Chile es desafiante, principalmente por la madurez del mercado, que cuenta con un alto grado de competencia en cada una de las categorías de la operación. En Chile la compañía tiene una presencia destacada en las categorías: Cervezas, Gaseosas, Jugos, Aguas y Destilados, con una participación de mercado ponderada de 43,8% en el 2019.

En un entorno competitivo, la compañía ha privilegiado aumentar y defender su participación de mercado creciendo en volúmenes a costa de esfuerzos promocionales en precios (gráfico 15).

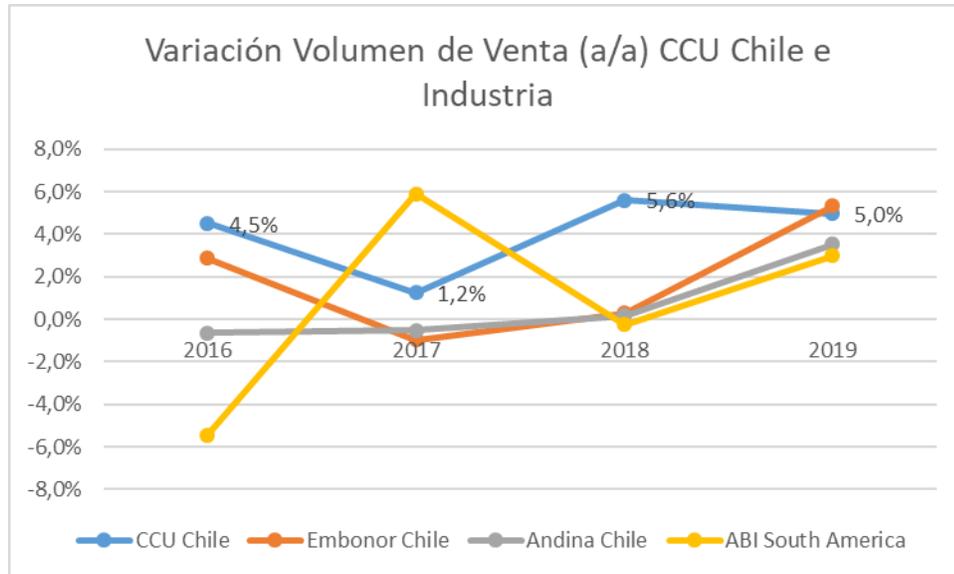
Gráfico 15. Variación ingresos y volumen. CCU Chile



Además, AB Inbev Chile (Ex Cervecerías Chile) –su principal competidor-, trabaja en la ampliación de su planta en Santiago, invirtiendo más de US \$100 millones para aumentar la capacidad instalada de 1,1 a 3,3 millones de HL. Actualmente AB InBev Chile cuenta con una participación de mercado cercana al 27%. importando dos tercios de la cerveza que comercializa en nuestro país, por lo que gran parte de este aumento en la capacidad se utilizaría para producir localmente su portafolio de marcas a partir de 2020.

En el gráfico 16, se muestra las tasas crecimiento por volumen por venta para el segmento Chile, de cada empresa señalada. Como se observa, CCU ha tenido un crecimiento en volumen de venta estable para los últimos dos años.

Gráfico 16. Variación volumen de venta. CCU Chile e Industria



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Tabla 24. Crecimiento volumen de venta. CCU Chile, Embonor Chile, Andina Chile y ABI South America.

% Crecimiento Volumen	CCU Chile	Embonor Chile	Andina Chile	ABI South America
2016	4,5%	2,9%	-0,6%	-5,4%
2017	1,2%	-1,0%	-0,5%	5,9%
2018	5,6%	0,3%	0,2%	-0,2%
2019	5,0%	5,3%	3,5%	3,0%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas

En la tabla 25, se muestra el porcentaje de crecimiento de ingresos por precio por venta para el segmento Chile, de cada empresa señalada. Como se observa, para CCU los precios se han mantenido menores a la inflación en los dos últimos años, debido al entorno competitivo, como resultado los ingresos vienen por el aumento en venta por volumen.

Tabla 25. Crecimiento precio. CCU Chile, Embonor Chile, Andina Chile y ABI South America

% Crecimiento Precio	CCU Chile	Embonor Chile	Andina Chile	ABI South America	IPC Chile
2016	5,2%	2,7%	5,6%	-13,9%	2,7%
2017	3,7%	4,7%	2,6%	2,4%	2,3%
2018	0,4%	3,7%	3,3%	-3,6%	2,6%
2019	0,0%	4,4%	3,1%	0,1%	3,0%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas

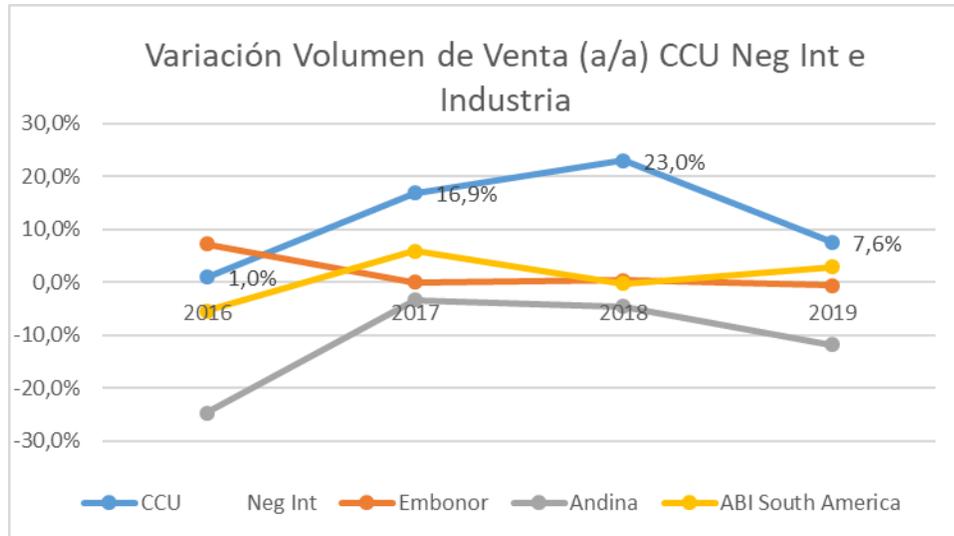
Segmento Negocios Internacionales

Segmento negocios internacionales (cervezas, sidras, bebidas no alcohólicas y licores en los mercados de Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay) de CCU. Se deja fuera el segmento Chile de cada una de las empresas referenciales Embonor, Andina y CCU, y ABI Cerveza Sudamérica. Como se mencionó anteriormente, Argentina representa el 81% de los ingresos por venta de este segmento y un 23% de los ingresos por venta de la compañía.

La consolidación de la industria Cervecera a nivel mundial podría impactar la participación de mercado de CCU. En todos los países donde opera CCU, compete con ABI y filiales, la compañía de cervezas más grande del mundo. ABI se ha expandido globalmente en los últimos años, a través de una serie de fusiones y adquisiciones, y hoy cuenta con más de 500 marcas y operaciones en 50 países.

Para el segmento negocios internacionales se proyecta un año complejo, principalmente por el desafiante contexto económico de Argentina, país en donde se concentra más del 80% de las operaciones del segmento. La operación había experimentado una dinámica muy diferente al desempeño macroeconómico, creciendo en volúmenes a tasas de dos dígitos por 2 años consecutivos (ver Gráfico), muy superior a sus competidores, principalmente por cambios en la estrategia comercial y por la introducción de nuevos formatos.

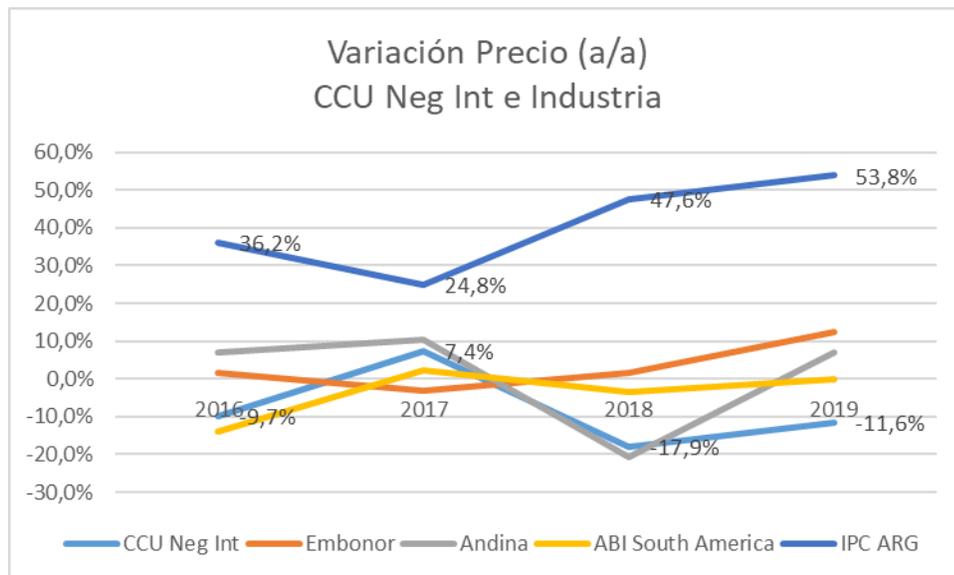
Gráfico 17. Variación volumen de venta. CCU Negocios Internacionales e Industria.



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas

En cuanto a los precios, Embonor y Andina logran aumentar los precios por sobre la inflación.

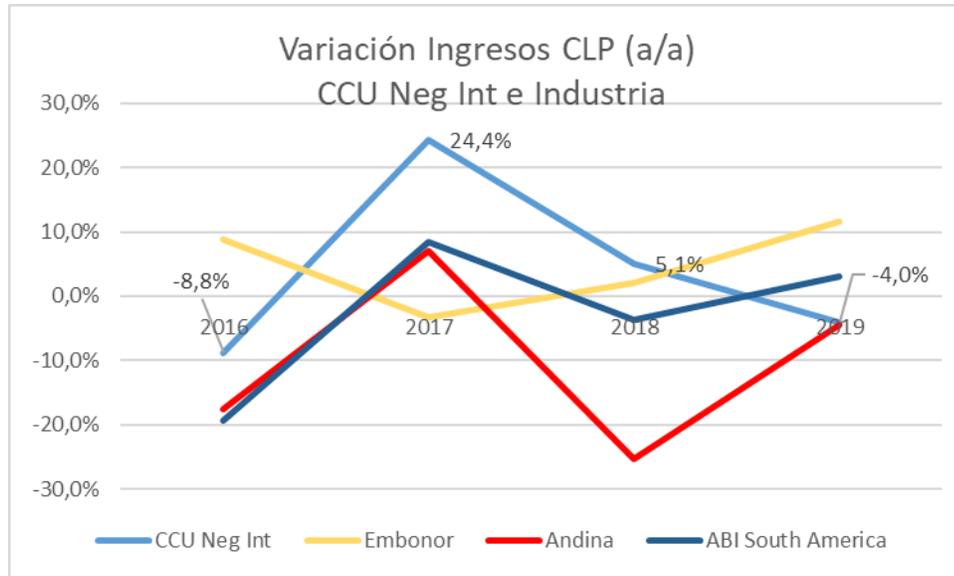
Gráfico 18. Variación precio. CCU Negocios internacionales e industria.



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas.

En el siguiente gráfico, se muestran los ingresos por venta en CLP de CCU y la industria.

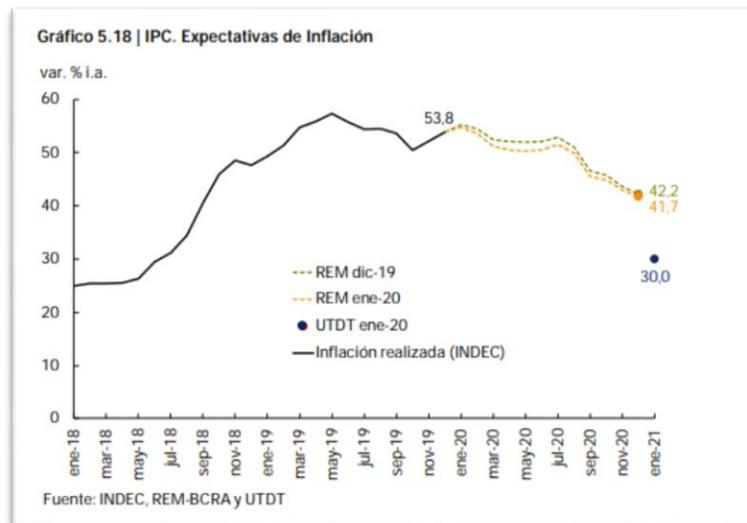
Gráfico 19. Variación ingresos por ventas. CCU Negocios Internacionales e Industria.



Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas.

Se espera que la industria todavía vea impactado sus ingresos por la situación macroeconómica de Argentina, se estima un 42% de inflación y con un crecimiento entorno a cero para el 2020, para el resto de los años, hasta el 2024, se espera que la inflación se encuentre entorno al 20%.

Gráfico 20. IPC. Expectativas de inflación de Argentina.



Fuente: IPOM febrero 2020. Banco Central de la República Argentina

7.2 Análisis de costos de operación

7.2.1 Costos de operación de la empresa

A continuación, se explica en qué consisten los costos de operación de la empresa 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, los costos de materias primas, costo de envasado, costos de la mano de obra del personal de producción, la depreciación de los activos relacionados a la producción, la depreciación de los envases retornables, los pagos por licencias y los costos operativos y de mantenimiento de plantas y equipos.

Otros ingresos, por función

Los otros ingresos por función comprenden, principalmente, ingresos por venta de activo fijo y otros activos, recuperación de siniestros, arriendos, y cobros por término anticipado de licencia

Otras ganancias (pérdidas).

Los otros ingresos por función comprenden, principalmente, ingresos (perdida) por resultados de contratos derivados, valor bursátil valores negociables, mayor valor y otros.

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 las remuneraciones y compensaciones del personal de las unidades de apoyo, las depreciaciones de oficinas, equipos,

instalaciones y muebles utilizados en estas funciones, las amortizaciones de activos no corrientes y otros gastos generales y de administración.

Otros gastos, por función

Otros gastos por función comprenden, principalmente, gastos de publicidad y promoción, las depreciaciones de activos de venta, gastos de venta, gastos de marketing (conjuntos, letreros, neones en instalaciones de clientes) y las remuneraciones y compensaciones del personal de marketing y ventas

7.2.2 Detalle de los costos de operación según clasificación

En las tablas 26 y 27, se observan los montos de los costos operacionales, con los cuales se puede determinar el porcentaje de los costos en relación a los ingresos.

Tabla 26. Costos Operacionales

M\$	2015	2016	2017	2018	2019
Costos de ventas	-685.075.251	-741.819.916	-798.738.655	-860.011.392	-908.318.190
Otros ingresos, por función	6.577.244	5.144.154	6.717.902	228.455.054	22.584.710
Costos de distribución	-277.599.722	-270.835.822	-290.227.129	-314.391.183	-327.543.973
Gastos de administración	-128.135.799	-155.322.295	-142.514.649	-152.376.458	-136.975.243
Otros gastos, por función	-209.201.189	-195.412.109	-238.704.061	-216.236.609	-241.479.749
Otras ganancias (pérdidas)	8.512.000	-8.345.907	-7.716.791	4.029.627	3.156.799
Total	-1.284.922.717	-1.366.591.895	-1.471.183.383	-1.310.530.961	-1.588.575.646

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas.

Tabla 27. Costos operacionales en relación a ingresos por ventas

% en relación a Ingresos	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Dispersión
Costos de ventas	-45,7%	-47,6%	-47,0%	-48,2%	-49,8%	-47,7%	1,5%
Otros ingresos, por función	0,4%	0,3%	0,4%	12,8%	1,2%	3,0%	5,5%
Costos de distribución	-18,5%	-17,4%	-17,1%	-17,6%	-18,0%	-17,7%	0,6%
Gastos de administración	-8,6%	-10,0%	-8,4%	-8,5%	-7,5%	-8,6%	0,9%
Otros gastos, por función	-14,0%	-12,5%	-14,1%	-12,1%	-13,2%	-13,2%	0,9%
Otras ganancias (pérdidas)	0,6%	-0,5%	-0,5%	0,2%	0,2%	0,0%	0,5%
Total	-86,3%	-87,1%	-86,2%	-73,7%	-87,3%	-84,1%	5,8%
Depreciación y amortización	5,4%	5,4%	5,4%	5,2%	5,8%	5,4%	0,2%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas.

De la tabla anterior, se puede concluir que casi el 50% de los costos corresponde a los costos de venta y también se puede decir que en relación a los costos “Otros ingresos, por función” y “Otras ganancias (pérdidas)” no serán considerados costos fijos dada la alta dispersión.

7.3 Análisis Cuentas no operacionales

A continuación, se explica en qué consisten los costos de operación de la empresa.

Costos financieros

Los intereses pagados y devengados que corresponden a préstamos y obligaciones utilizadas en el financiamiento de sus operaciones.

Ingresos Financieros

Comprenden ganancias y pérdidas provenientes de cambios en el valor razonable de la categoría de activos financieros a valor razonable con cambios en resultado, ingresos por intereses devengados y ganancia en el rescate y extinción de deuda

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

Son las inversiones que la Compañía posee en las sociedades sobre las que ejerce influencia significativa sin ejercer control.

Diferencias de Cambio y Resultados por Unidades de Reajuste

En relación con las diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste, se originan por las transacciones y saldos en moneda extranjera y unidades reajustables que se convierten a la moneda funcional, utilizando los tipos de cambio vigentes en las fechas de las transacciones

En las siguientes tablas, se muestra los montos en pesos y en uf de la cuenta no operacionales:

Tabla 28. Cuentas no operacionales

Cuentas no operacionales	M\$	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos financieros		7.845.743	5.680.068	5.050.952	15.794.456	13.117.641
Costos financieros		-23.101.329	-20.307.238	-24.166.313	-23.560.662	-27.720.203
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación		-5.228.135	-5.560.522	-8.914.097	-10.815.520	-16.431.759
Diferencias de cambio		957.565	456.995	-2.563.019	3.299.657	-9.054.155
Resultado por unidades de reajuste		-3.282.736	-2.246.846	-110.539	742.041	-8.255.001
Total		-22.808.892	-21.977.543	-30.703.016	-14.540.028	-48.343.477

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas.

Se convierte los valores de la tabla anterior a valores reales.

Tabla 29. Cuentas no operacionales en MUF

Cuentas no operacionales	MUF	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Dispersión
Ingresos financieros		306	216	188	573	463	349	165
Costos financieros		-901	-771	-902	-855	-979	-882	76
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación		-204	-211	-333	-392	-580	-344	155
Diferencias de cambio		37	17	-96	120	-320	-48	170
Resultado por unidades de reajuste		-128	-85	-4	27	-292	-96	125
Total		-890	-834	-1.146	-527	-1.708		

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas.

De la tabla 29, se puede concluir que los valores de las cuentas no operacionales tienen una alta dispersión con respecto al promedio, excepto la cuenta Costos financieros que tiene un promedio de MUF - 882.

7.4 Análisis de activos

Se clasifica las clases de activos de la empresa como operacionales y no operacionales:

7.4.1 Activos operacionales

- Activos intangibles distintos de plusvalía

- 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.

- Programas informáticos

Las licencias adquiridas de programas informáticos son capitalizadas al valor de los costos incurridos en adquirirlas y prepararlas para usar los programas específicos. Estos costos 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.

- 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.

- Derechos de distribución

Corresponde a derechos adquiridos para distribuir diversos productos. Estos derechos se amortizan en sus vidas útiles estimadas.

- Investigación y desarrollo

Los gastos de investigación y desarrollo se reconocen como un gasto en el ejercicio en que se incurren.

- Inventarios

Los inventarios se valorizan al menor valor entre su costo de adquisición o producción y su valor neto realizable.

El costo de los inventarios y de los productos vendidos se determina usando el método de Costo Promedio Ponderado (CPP). La Compañía estima que la mayor parte de los inventarios tienen una alta rotación.

- Efectivo y equivalentes al efectivo

El efectivo y equivalentes al efectivo incluye el efectivo en caja, los saldos en bancos y las inversiones en pactos, así como todas las inversiones a corto plazo de gran liquidez, con un vencimiento original de hasta tres meses.

- Propiedades, plantas y equipos (neto)

- Activos biológicos corrientes

Bajo el rubro Activos biológicos corrientes, la Sociedad 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. A su vez, la Administración considera que los costos asociados a la explotación agrícola representan una razonable aproximación a su valor razonable.

- Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar

- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas

- Activos por impuestos corrientes, no corriente

7.4.2 Activos no operacionales

- **Otros activos no financieros**

Incluyen principalmente desembolsos por pagos anticipados asociados a Publicidad relacionados a contratos por la confección de comerciales que están en proceso y que aún no han sido exhibidos (corrientes y no corrientes), pagos de seguros y anticipos a proveedores en relación a ciertas compras de propiedades, plantas y equipos. Adicionalmente se incluyen derechos sociales, garantías pagadas relacionadas con arriendos y materiales por consumir relacionados a implementos de seguridad industrial.

- Otros activos financieros

Los otros activos financieros incluyen valores negociables, contratos derivados en entidades financieras y depósitos a plazo con vencimientos a más de 90 días.

- Propiedades de inversión

Las propiedades de inversión corresponden a terrenos y edificios mantenidos por la empresa con la finalidad de generar plusvalías y no para ser utilizadas en el transcurso normal de sus negocios y son registradas al costo histórico menos cualquier pérdida por deterioro. Las propiedades de inversión, excluidos los terrenos, se deprecian basada en la vida útil estimada de dichos bienes considerando el valor residual estimado de estos.

- 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.

- Activos no corrientes mantenidos para la venta

La Compañía clasifica como activos no corrientes mantenidos para la venta las propiedades, plantas y equipos sujetos a enajenación, para los cuales en la fecha de cierre del Estado Consolidado de Situación Financiera se han iniciado gestiones activas para su venta.

Estos activos sujetos a enajenación se valorizan al menor valor entre el valor libros y el valor estimado de venta deducidos los costos necesarios de llevarla a cabo, y dejan de depreciarse desde el momento en que son clasificados como activos no corrientes mantenidos para la venta.

- Inversiones contabilizadas por el método de la participación

La Compañía registra bajo este rubro sus inversiones en sociedades que califican como negocios conjuntos y asociadas.

8. Proyección de EERR

8.1 Proyección de ingresos de operación

Segmento Vino: En base a lo señalado en el capítulo 7.1.3, expectativas de crecimiento de la industria, se proyecta un crecimiento negativo anual del segmento Vinos CCU para los años 2020 al 2024. Para el 2020 debido a las consecuencias de la crisis social, pero en parte compensado en la apreciación del dólar y por la menor producción debido a la sequía. Para el resto de los años, se observa una depreciación del dólar con respecto al peso, la cual impactará principalmente en los años 2021 y 2022. En la proyección de ingresos, se consideró el 50% de la variación de la paridad dólar peso.

En la tabla 30, se muestran las proyecciones para el segmento CCU Vinos:

Tabla 30. Proyección tasas de crecimiento CCU Vinos

Proyección Tasas de crecimiento CCU Vinos					
AÑO	2020	2021	2022	2023	2024
IPC*	3,9%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%
PIB*	0,5%-1,5%	2,5%	-3,5%		
USD/CLP	8%	-6%	-4%	0%	1%
Volumen	-1,0%	0,0%	1,0%	0,5%	0,0%
Precio	1,0%	1,0%	2,0%	1,0%	0,0%
Ingresos real	0,1%	-5,1%	-2,0%	-1,5%	-2,5%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas.

Segmento Chile: En base a lo señalado en el capítulo 7.1.3, expectativas de crecimiento de la industria, se proyecta un crecimiento anual moderado del segmento Chile para los años 2020 al 2024, excepto para el año 2020 ya que debido a las consecuencias de la crisis social y a la mayor competencia de ABI, se espera crecer a tasas negativas. Para los años siguientes, con precios creciendo por debajo de la inflación, por la fuerte competencia por participación de mercado entre las cerveceras, se espera un crecimiento en volumen entorno al 3%, esto impulsado por las categorías de bebidas gaseosas y aguas.

En la tabla 31, se muestran las proyecciones para el segmento CCU Chile:

Tabla 31. Proyección tasas de crecimiento CCU Chile

Proyección Tasas de crecimiento CCU Chile					
AÑO	2020	2021	2022	2023	2024
IPC*	3,9%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%
PIB*	0,5%-1,5%	2,5% -3,5%			
Volumen	-1,0%	1,0%	2,0%	3,0%	3,5%
Precio	0,0%	1,0%	2,0%	1,0%	0,0%
Ingresos real	-4,9%	-1,1%	1,0%	1,0%	0,5%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas.

* IPOM diciembre 2019 BCCH.

Segmento Negocios Internacionales: Para el año 2020 se proyecta un crecimiento de los precios en línea con las inflaciones locales (Argentina: 42%; Uruguay: 7,6%; Bolivia: 4%), un crecimiento en volúmenes de 10%, principalmente por la consolidación de Bebidas Bolivianas BBO S.A. (5% del volumen del segmento), lo que resulta en un crecimiento en torno a un 4%, debido principalmente a la depreciación de 30% del peso argentino respecto al peso chileno que se proyecta para el 2020.

En cuanto a los ingresos, se espera una caída de un 20% para el año 2020 (ver cuadro resumen). Se debería principalmente por efectos cambiarios. No obstante, los ingresos deberían recuperarse a partir del 2021, dado un mejor escenario macroeconómico que llevaría a una mejora.

En la tabla 32, se muestran las proyecciones para el segmento CCU Chile:

Tabla 32. Tasas de crecimiento CCU Negocios Internacionales

Proyección Tasas de crecimiento CCU Negocios Internacionales					
AÑO	2020	2021	2022	2023	2024
IPC* ARG	42,7%	31,5%	30,0%	25,0%	20,0%
IPC CLP	3,9%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%
PIB* ARG	0,1	1,3	1,0%	1,0%	1
ARG/CLP	-30%	-25%	-15,0%	-10,0%	-5%
Volumen	10,0%	10,0%	10,0%	4,0%	4,0%
Precio	42,0%	32,0%	30,0%	25,0%	20,0%
Ingresos real	-20,7%	-14,5%	-5,0%	-6,0%	-1,0%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de las empresas.

* IPOM febrero 2020. Banco Central de la República Argentina

Tasas de crecimiento e ingresos proyectados

En la tabla 33, se muestran las tasas de crecimientos e ingresos por venta reales proyectado para el periodo 2020-2024, para los segmentos de la empresa CCU:

Tabla 33. Ingresos por ventas reales proyectados 2020-2024

Tasas de crecimientos reales proyectados		Chile	Negocios Internacionales	Vinos	Otros	Total
	2020	-4,9%	-20,7%	0,1%	0%	
	2021	-1,1%	-14,5%	-5,1%	0%	
	2022	1,0%	-5,0%	-2,0%	0%	
	2023	1,0%	-6,0%	-1,5%	0%	
	2024	0,5%	-1,0%	-2,5%	0%	
Ingresos proyectados MUF						
Año base	2019	41.127	16.407	7.500	-656	64.378
	2020	39.112	13.011	7.507	-656	58.974
	2021	38.682	11.124	7.125	-656	56.274
	2022	39.068	10.568	6.982	-656	55.963
	2023	39.459	9.934	6.877	-656	55.614
	2024	39.656	9.835	6.705	-656	55.540

Fuente: Elaboración propia

Tabla 34. Ingresos por ventas proyectados 2020-2024

EERR Consolidado Proyectado	MUF	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
Ingresos		58.974	56.274	55.963	55.614	55.540	55.540
	Chile	39.112	38.682	39.068	39.459	39.656	39.656
	Negocios internacionales	13.011	11.124	10.568	9.934	9.835	9.835
	Vinos	7.507	7.125	6.982	6.877	6.705	6.705
	Otros	-656	-656	-656	-656	-656	-656

Fuente: Elaboración propia

8.2 Proyección Costo de operación

Del análisis del costo de operación, capítulo 7.2.1, se puede tomar los valores promedios de los costos dado que estos tienen una baja dispersión, excepto por los costos “Otros ingresos, por función” y Otras ganancias (pérdidas) se toma su último valor. Esto quiere decir que la empresa mantendrá su estructura de costos en el tiempo.

En particular para el 2020, se espera que los costos de venta alcancen un 50% de los ingresos por ventas, principalmente por efectos cambiarios que han encarecido el costo de las principales materias primas, este margen se recuperaría paulatinamente hasta alcanzar un 47,7% en el mediano plazo.

Tabla 35. Costos operacionales proyectados

Costos operacionales proyectados	MUF	2020	2021	2022	2023	2024
Costos de ventas		-29.487	-27.574	-26.862	-26.528	-26.493
Otros ingresos, por función		798	798	798	798	798
Costos de distribución		-10.438	-9.961	-9.905	-9.844	-9.831
Gastos de administración		-5.072	-4.840	-4.813	-4.783	-4.776
Otros gastos, por función		-7.785	-7.428	-7.387	-7.341	-7.331
Otras ganancias (pérdidas)		0	0	0	0	0

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Tabla 36. Costos operacionales proyectados en porcentaje

% en relación a ingresos por ventas	2020	2021	2022	2023	2024
Costos de ventas	-50,0%	-49,0%	-48,0%	-47,7%	-47,7%
Otros ingresos, por función	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Costos de distribución	-17,7%	-17,7%	-17,7%	-17,7%	-17,7%
Gastos de administración	-8,6%	-8,6%	-8,6%	-8,6%	-8,6%
Otros gastos, por función	-13,2%	-13,2%	-13,2%	-13,2%	-13,2%
Otras ganancias (pérdidas)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Resultado proyección costos de operación

Tabla 37. EERR. Ingresos y costos proyectados.

EERR Consolidado Proyectado	MUF	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
Ingresos		58.974	56.274	55.963	55.614	55.540	55.540
	Chile	39.112	38.682	39.068	39.459	39.656	39.656
	Negocios internacionales	13.011	11.124	10.568	9.934	9.835	9.835
	Vinos	7.507	7.125	6.982	6.877	6.705	6.705
	Otros	-656	-656	-656	-656	-656	-656
Costos de ventas		-29.487	-27.574	-26.862	-26.528	-26.493	-26.493
Margen Bruto		29.487	28.700	29.101	29.086	29.048	29.048
Otros ingresos, por función		798	798	798	798	798	798
Costos de distribución		-10.438	-9.961	-9.905	-9.844	-9.831	-9.831
Gastos de administración		-5.072	-4.840	-4.813	-4.783	-4.776	-4.776
Otros gastos, por función		-7.785	-7.428	-7.387	-7.341	-7.331	-7.331
Otras ganancias (pérdidas)		0	0	0	0	0	0

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

8.3 Proyección resultado no operacional

Del análisis anterior, capítulo 7.3, se puede determinar que los valores de las cuentas no operacionales tienen una alta dispersión con respecto al promedio, excepto la cuenta "Costos financieros" que tiene un promedio de MUF -882.

Tabla 38. Cuentas no operacionales. 2015-2019

Cuentas no operacionales	MUF	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Dispersión
Ingresos financieros		306	216	188	573	463	349	165
Costos financieros		-901	-771	-902	-855	-979	-882	76
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación		-204	-211	-333	-392	-580	-344	155
Diferencias de cambio		37	17	-96	120	-320	-48	170
Resultado por unidades de reajuste		-128	-85	-4	27	-292	-96	125
Total		-890	-834	-1.146	-527	-1.708		

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Para nuestra proyección se toma el valor promedio de la cuenta “Costos financieros” y para el resto de las cuentas tomamos el último valor conocido, dada la alta dispersión.

Tabla 39. Proyección de las Cuentas no operacionales para los años 2020 al 2024.

Costos no operacionales proyectados	MUF	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos financieros		463	463	463	463	463
Costos financieros		-882	-882	-882	-882	-882
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación		-580	-580	-580	-580	-580
Diferencias de cambio		-320	-320	-320	-320	-320
Resultado por unidades de reajuste		-292	-292	-292	-292	-292

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

8.4 Estados de Resultados CCU 2015-2019

Tabla 40. Estados de resultados CCU 2015-2019 en porcentaje a los ingresos.

EERR Consolidado CCU S.A	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	58.464	59.166	63.376	64.692	64.378
Costos de ventas	-45,7%	-47,6%	-47,0%	-48,2%	-49,8%
Margen Bruto	54,3%	52,4%	53,0%	51,8%	50,2%
Otros ingresos por función	0,4%	0,3%	0,4%	12,8%	1,2%
Costos de distribución	-18,5%	-17,4%	-17,1%	-17,6%	-18,0%
Gastos de administración	-8,6%	-10,0%	-8,4%	-8,5%	-7,5%
Otros gastos, por función	-14,0%	-12,5%	-14,1%	-12,1%	-13,2%
Otras ganancias (pérdidas)	0,6%	-0,5%	-0,5%	0,2%	0,2%
Ganancias (pérdidas) de actividades o	14,2%	12,3%	13,4%	26,5%	12,8%
Ingresos financieros	0,5%	0,4%	0,3%	0,9%	0,7%
Costos financieros	-1,5%	-1,3%	-1,4%	-1,3%	-1,5%
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos	-0,3%	-0,4%	-0,5%	-0,6%	-0,9%
Diferencias de cambio	0,1%	0,0%	-0,2%	0,2%	-0,5%
Resultado por unidades de reajuste	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,5%
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	12,7%	10,9%	11,6%	25,7%	10,2%
Impuestos a las ganancias	-3,4%	-3,0%	-3,1%	-6,9%	-2,7%
Utilidad (pérdida) del ejercicio	9,3%	8,0%	8,4%	18,8%	7,4%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Término anticipado licencia Budweiser

Tabla 41. Estados de resultados CCU 2015-2019 en UF

EERR Consolidado CCU S.A	MUF	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos		58.464	59.166	63.376	64.692	64.378
Costos de ventas		-26.730	-28.155	-29.806	-31.199	-32.085
Margen Bruto		31.733	31.011	33.570	33.493	32.293
Otros ingresos por función		257	195	251	8.288	798
Costos de distribución		-10.831	-10.279	-10.830	-11.405	-11.570
Gastos de administración		-5.000	-5.895	-5.318	-5.528	-4.838
Otros gastos, por función		-8.163	-7.417	-8.907	-7.844	-8.530
Otras ganancias (pérdidas)		332	-317	-288	146	112
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales		8.328	7.299	8.477	17.150	8.264
Ingresos financieros		306	216	188	573	463
Costos financieros		-901	-771	-902	-855	-979
Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método		-204	-211	-333	-392	-580
Diferencias de cambio		37	17	-96	120	-320
Resultado por unidades de reajuste		-128	-85	-4	27	-292
Utilidad (pérdida) antes de impuestos		7.438	6.465	7.332	16.622	6.557
Impuestos a las ganancias		-2.008	-1.745	-1.980	-4.488	-1.770
Utilidad (pérdida) del ejercicio		5.430	4.719	5.352	12.134	4.786

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Término anticipado licencia Budweiser

8.5 Proyección Estados de Resultados CCU 2020-2024

En las siguientes tablas se muestran los resultados de las proyecciones de los ingresos por segmentos y de los costos:

Tabla 42. Estado de resultado Proyectado CCU 2020-2023 en porcentaje

EERR Consolidado Proyectado	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
Ingresos	58.974	56.274	55.963	55.614	55.540	55.540
Chile	66,3%	68,7%	69,8%	71,0%	71,4%	71,4%
Negocios internacionales	22,1%	19,8%	18,9%	17,9%	17,7%	17,7%
Vinos	12,7%	12,7%	12,5%	12,4%	12,1%	12,1%
Otros	-1,1%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%
Costos de ventas	-50,0%	-49,0%	-48,0%	-47,7%	-47,7%	-47,7%
Margen Bruto	50,0%	51,0%	52,0%	52,3%	52,3%	52,3%
Otros ingresos, por función	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Costos de distribución	-17,7%	-17,7%	-17,7%	-17,7%	-17,7%	-17,7%
Gastos de administración	-8,6%	-8,6%	-8,6%	-8,6%	-8,6%	-8,6%
Otros gastos, por función	-13,2%	-13,2%	-13,2%	-13,2%	-13,2%	-13,2%
Otras ganancias (pérdidas)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ganancias (pérdidas) de actividades operativas	11,9%	12,9%	13,9%	14,2%	14,2%	14,2%
Ingresos financieros	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Costos financieros	-1,5%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%
Participación en utilidad (pérdida) de	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Diferencias de cambio	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Resultado por unidades de reajuste	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	9,1%	10,1%	11,0%	11,3%	11,3%	11,3%
Impuestos a las ganancias	-2,5%	-2,7%	-3,0%	-3,1%	-3,1%	-3,1%
Utilidad (pérdida) del ejercicio	6,7%	7,3%	8,1%	8,3%	8,3%	8,3%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

*Primer año de la proyección implícita.

Tabla 43. Estado de resultado Proyectado CCU 2020-2024 en UF

EERR Consolidado Proyectado	MUF	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
Ingresos		58.974	56.274	55.963	55.614	55.540	55.540
	Chile	39.112	38.682	39.068	39.459	39.656	39.656
	Negocios internacionales	13.011	11.124	10.568	9.934	9.835	9.835
	Vinos	7.507	7.125	6.982	6.877	6.705	6.705
	Otros	-656	-656	-656	-656	-656	-656
Costos de ventas		-29.487	-27.574	-26.862	-26.528	-26.493	-26.493
Margen Bruto		29.487	28.700	29.101	29.086	29.048	29.048
Otros ingresos, por función		798	798	798	798	798	798
Costos de distribución		-10.438	-9.961	-9.905	-9.844	-9.831	-9.831
Gastos de administración		-5.072	-4.840	-4.813	-4.783	-4.776	-4.776
Otros gastos, por función		-7.785	-7.428	-7.387	-7.341	-7.331	-7.331
Otras ganancias (pérdidas)		0	0	0	0	0	0
Ganancias (pérdidas) de actividades opera		6.990	7.269	7.793	7.916	7.907	7.907
Ingresos financieros		463	463	463	463	463	463
Costos financieros		-882	-882	-882	-882	-882	-882
Participación en utilidad (pérdida) de		-580	-580	-580	-580	-580	-580
Diferencias de cambio		-320	-320	-320	-320	-320	-320
Resultado por unidades de reajuste		-292	-292	-292	-292	-292	-292
Utilidad (pérdida) antes de impuestos		5.380	5.659	6.183	6.306	6.296	6.296
Impuestos a las ganancias		-1.452	-1.528	-1.669	-1.703	-1.700	-1.700
Utilidad (pérdida) del ejercicio		3.927	4.131	4.513	4.603	4.596	4.596

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

*Primer año de la proyección implícita.

9. Proyección del Flujo de Caja Libre para los años 2020 al 2024

En la tabla 44, se muestran los EERR proyectados ajustado para la empresa CCU para los años 2020 al 2025.

Para la estimación del flujo de caja bruto permanente, se realizan ajustes reversando las cuentas que no representan un flujo operativo por parte de la empresa.

Tabla 44. Estados de resultados proyectados ajustado. 2020-2024

EERR Consolidado Proyectado	MUF	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
Ingresos		58.974	56.274	55.963	55.614	55.540	55.540
	Chile	39.112	38.682	39.068	39.459	39.656	39.656
	Negocios internacionales	13.011	11.124	10.568	9.934	9.835	9.835
	Vinos	7.507	7.125	6.982	6.877	6.705	6.705
	Otros	-656	-656	-656	-656	-656	-656
Costos de ventas		-29.487	-27.574	-26.862	-26.528	-26.493	-26.493
Margen Bruto		29.487	28.700	29.101	29.086	29.048	29.048
Otros ingresos, por función		798	798	798	798	798	798
Costos de distribución		-10.438	-9.961	-9.905	-9.844	-9.831	-9.831
Gastos de administración		-5.072	-4.840	-4.813	-4.783	-4.776	-4.776
Otros gastos, por función		-7.785	-7.428	-7.387	-7.341	-7.331	-7.331
Otras ganancias (pérdidas)		0	0	0	0	0	0
Ganancias (pérdidas) de actividades operac		6.990	7.269	7.793	7.916	7.907	7.907
Ingresos financieros		463	463	463	463	463	463
Costos financieros		-882	-882	-882	-882	-882	-882
Participación en utilidad (pérdida) de		-580	-580	-580	-580	-580	-580
Diferencias de cambio		-320	-320	-320	-320	-320	-320
Resultado por unidades de reajuste		-292	-292	-292	-292	-292	-292
Utilidad (pérdida) antes de impuestos		5.380	5.659	6.183	6.306	6.296	6.296
Impuestos a las ganancias		-1.452	-1.528	-1.669	-1.703	-1.700	-1.700
Utilidad (pérdida) del ejercicio		3.927	4.131	4.513	4.603	4.596	4.596
Ajustes FCL MUF							
Depreciación y amortización de intangibles		3.710	3.710	3.710	3.710	3.710	3.710
Otros ingresos, por función (después de im		-582	-582	-582	-582	-582	-582
Ingresos financieros (después de impuesto		-338	-338	-338	-338	-338	-338
Costos financieros (después impuestos)		644	644	644	644	644	644
Participación en utilidad (pérdida) de		424	424	424	424	424	424
Diferencias de cambio		320	320	320	320	320	320
Resultado por unidades de reajuste		292	292	292	292	292	292
Flujo de caja bruto permanente		8.395	8.599	8.982	9.072	9.065	9.065

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

9.1 Depreciación

En la tabla 45, se muestra la depreciación y amortización de intangibles de la empresa durante los años 2015 al 2019. Para la proyectar el FCL se utiliza el ultimo monto, de MUF 3.710, constante para los años en proyección.

Tabla 45. Depreciación y amortización de intangibles.

Depreciación y amortización de intangibles	2015	2016	2017	2018	2019
M\$	81.566.802	83.528.045	92.199.504	93.289.194	105.020.934
MUF	3.183	3.170	3.441	3.384	3.710

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

9.2 Inversiones de reposición y nuevas inversiones (activo fijo)

Para determinar la inversión de reposición en relación a la depreciación, primero se obtiene el Capex para el año siguiente, de la empresa, desde el programa de inversiones en las memorias anuales de los años 2015 al 2019 y desde los eeff publicados cada año, se obtiene las inversiones de capital (adiciones de propiedad, planta, equipos y software) que ha realizado la empresa. Entonces se realiza de la diferencia entre el Capex y las nuevas inversiones de capital para obtener la inversión de reposición.

Comentar que 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, así como a la adquisición, con fines de crecimiento, de participaciones en empresas afines a sus actividades en Chile y en el exterior.

En la siguiente tabla se muestra los valores obtenidos de lo señalado:

Tabla 46. Determinación en inversión en reposición

MUF	2015	2016	2017	2018	2019
Capex	8.549	5.929	6.558	6.292	7.523
Nuevas inversiones	5.140	4.892	4.693	4.768	4.962
Inversión en reposición	3.409	1.037	1.865	1.524	2.561
Depreciación*	3.183	3.170	3.441	3.384	3.710
Reposición/Depreciación	107%	33%	54%	45%	69%
Promedio 2016-2019	50%				

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

* Depreciación y amortización de intangibles

Según el histórico de los últimos 4 años, se determina que la compañía invierte un **50% promedio en inversión de reposición en relación a la depreciación**. Se deja afuera el año 2015, debido a un crecimiento inorgánico de la compañía, por el ingreso al mercado boliviano y colombiano.

Ahora se proyecta, para los años 2020 al 2024, las nuevas inversiones en activos y en reposición, en base al plan de inversiones de la empresa (memoria 2019).

Tabla 47. Proyección en inversiones en activos y reposición

Proyección inversiones MUF	2020	2021	2022	2023	2024
Capex (Plan de inversiones memoria 2019)	6.500	6.114	4.744	3.487	1.855
Reposición (50% depreciación)	1.855	1.855	1.855	1.855	1.855
Nuevas inversiones	4.645	4.260	2.889	1.632	0

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

9.3 Estimación de la inversión en capital de trabajo

El capital de trabajo para efectos de determinar el flujo de caja libre está referido específicamente al capital de trabajo operativo neto CTON que corresponde por definición a la diferencia entre activos corrientes que no devengan intereses y pasivos que no devengan intereses.

Para estimar las necesidades de capital de trabajo, se utiliza la siguiente fórmula:

$$RCTON = \frac{CTON}{VENTAS}$$

En base a la información histórica de la empresa, 2015 al 2019, se determina el RCTON promedio:

Tabla 48. Determinación RCTON promedio

MUF	2015	2016	2017	2018	2019
Inventarios	6.798	7.564	7.537	8.273	8.210
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.513	5.087	6.345	11.573	6.936
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	9.841	10.656	10.680	11.634	10.597
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	187	134	217	111	116
	24.339	23.441	24.780	31.591	25.860
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	8.886	9.858	10.511	11.006	10.833
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	454	362	376	326	317
	9.339	10.220	10.887	11.331	11.150
CTON	15.000	13.221	13.893	20.259	14.710
Ingresos por ventas	58.464	59.166	63.376	64.692	64.378
RCTON	25,7%	22,3%	21,9%	31,3%	22,8%
Promedio RCTON 2015-2019					24,8%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEEF de la empresa.

En base la información histórica de la empresa, para los años 2015 al 2019, determinamos que el RCTON promedio es un 24,8%.

Para los años de la proyección del flujo de caja se estima solo el incremento o recuperación de capital de trabajo de la siguiente forma:

$$\Delta CTON_t = RCTON(Ventas_{t+1} - Ventas_t)$$

Tabla 49. Déficit o exceso de capital de trabajo.

Capital de trabajo proyectado	MUF	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos por ventas proyectado		58.974	56.274	55.963	55.614	55.540
CTON proyectados		14.626	13.956	13.879	13.792	13.774
Cambio en CTON		-670	-77	-86	-18	

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Del resultado anterior, se puede observar hay un exceso de capital de trabajo para todos los años proyectados, debido que se proyectó una disminución en ingresos para los años señalados.

9.4 Estimación déficit o exceso de capital de trabajo de la empresa

Para determinar un déficit o exceso de capital de trabajo para el 31 de diciembre de 2019, se toma la diferencia de CTON calculado al 31 de diciembre de 2019 y proyectado al 31 de diciembre de 2020.

Tabla 50. Déficit o exceso de CTON al 31 de diciembre 2019.

Déficit o exceso CTON al 31-12-2019	MUF	2019	2020*
Ingresos por ventas		64.378	58.974
CTON		14.710	14.626
Exceso en capital de trabajo		84	

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa

*Proyectado al 31 de diciembre 2020

De la tabla 50, se determina que la empresa presenta un exceso de capital de trabajo de MUF 84, al 31 de diciembre de 2019, debido a un menor ingresos por ventas proyectado para el año 2020.

9.5 Activos prescindibles de la empresa

En el capítulo 7.4 se describió las clases de activos, dentro de estos se encuentran los activos no operacionales, de los cuales se puede determinar los prescindibles. Los activos prescindibles son aquellos de los que se puede prescindir (no forman parte principal del negocio de la empresa) y que se puedan liquidar en cualquier momento.

En la tabla 51, se muestran los montos asociado a los activos prescindibles de la empresa al 31 de diciembre de 2019.

Tabla 51. Activos prescindibles

Activos prescindibles CCU al 31 de diciembre de 2019	MUF	2019
Otros activos no financieros		1.040
Propiedades de inversión		294
Activos no corrientes mantenidos para la venta		14
Inversiones contabilizadas por el método de la participación		4.807
Total		6.154

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEEF de la empresa.

9.6 Proyección de Flujo de caja libre

Los flujos de caja libre y el valor terminal se muestran en la siguiente tabla:

Tabla 52. FCL proyectado. 2020-2024

EERR Consolidado Proyectado	MUF	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
Ingresos		58.974	56.274	55.963	55.614	55.540	55.540
	Chile	39.112	38.682	39.068	39.459	39.656	39.656
	Negocios internacionales	13.011	11.124	10.568	9.934	9.835	9.835
	Vinos	7.507	7.125	6.982	6.877	6.705	6.705
	Otros	-656	-656	-656	-656	-656	-656
Costos de ventas		-29.487	-27.574	-26.862	-26.528	-26.493	-26.493
Margen Bruto		29.487	28.700	29.101	29.086	29.048	29.048
Otros ingresos, por función		798	798	798	798	798	798
Costos de distribución		-10.438	-9.961	-9.905	-9.844	-9.831	-9.831
Gastos de administración		-5.072	-4.840	-4.813	-4.783	-4.776	-4.776
Otros gastos, por función		-7.785	-7.428	-7.387	-7.341	-7.331	-7.331
Otras ganancias (pérdidas)		0	0	0	0	0	0
Ganancias (pérdidas) de actividades operac		6.990	7.269	7.793	7.916	7.907	7.907
Ingresos financieros		463	463	463	463	463	463
Costos financieros		-882	-882	-882	-882	-882	-882
Participación en utilidad (pérdida) de		-580	-580	-580	-580	-580	-580
Diferencias de cambio		-320	-320	-320	-320	-320	-320
Resultado por unidades de reajuste		-292	-292	-292	-292	-292	-292
Utilidad (pérdida) antes de impuestos		5.380	5.659	6.183	6.306	6.296	6.296
Impuestos a las ganancias		-1.452	-1.528	-1.669	-1.703	-1.700	-1.700
Utilidad (pérdida) del ejercicio		3.927	4.131	4.513	4.603	4.596	4.596
Ajustes FCL MUF							
Depreciación y amortización de intangibles		3.710	3.710	3.710	3.710	3.710	3.710
Otros ingresos, por función (después de im		-582	-582	-582	-582	-582	-582
Ingresos financieros (después de impuestos		-338	-338	-338	-338	-338	-338
Costos financieros (después impuestos)		644	644	644	644	644	644
Participación en utilidad (pérdida) de		424	424	424	424	424	424
Diferencias de cambio		320	320	320	320	320	320
Resultado por unidades de reajuste		292	292	292	292	292	292
Flujo de caja bruto permanente		8.395	8.599	8.982	9.072	9.065	9.065
Inversión de reposición		-1.855	-1.855	-1.855	-1.855	-1.855	-3.710
Inversión en activos físicos		-4.645	-4.260	-2.889	-1.632	0	0
Inversiones en capital de trabajo		670	77	86	18	0	0
Flujo de caja libre		2.565	2.562	4.324	5.603	7.210	5.355
Valor terminal (Wacc = 4,06%)						131.891	
Flujo de caja + Valor terminal		2.565	2.562	4.324	5.603	139.101	
Valor Presente FCL+ Vt (Wacc=4,06%)		2.465	2.366	3.837	4.778	114.002	
		127.448					

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

De la tabla anterior, mencionar que la cuenta Otros gastos, por función se consideró cero para el ajuste FCL, dado que se clasificó dentro los costos operacionales de la empresa.

Para estimar el valor terminal se consideró sin crecimiento. El flujo de caja proyectado para el 2025 es **MUF 5.035**. Este flujo se construyó suponiendo que la inversión de reposición es igual a la depreciación.

$$VT_{2025} = \frac{5.335}{4,06\%} = 131.891$$

Descontado a la tasa de Costo Capital **Wacc = 4,06%**, calculada en el capítulo 6, da como resultado un valor terminal de MUF 131.891.

La deuda financiera registrada de la empresa, al 31 de diciembre de 2019, es **MUF 11.662**.

10. Valorización económica de CCU S.A

Finalmente, con la información y los valores obtenidos, se determina el precio de la acción al 31 de diciembre de 2019 y, de ese modo, es posible comparar con el valor de mercado de ese día.

Tabla 53. Valorización Económica al 31 de diciembre de 2019

Valorización Económica de CCU S.A	
Valor de los activos operacionales	127.448
Activos prescindibles	6.154
Exceso(déficit) capital de trabajo	84
Valor Total de los activos	133.686
Deuda financiera	-11.662
Patrimonio económico MUF	122.024
Número de acciones	369.502.872
Precio de la acción en UF	0,330238
Precio de la acción en CLP	9.349
Precio real de la acción al 31 de diciembre 2019	7.370
Diferencia	27%

Fuente: Elaboración propia, con información de los EEFF de la empresa.

Se obtiene un precio de **\$9.349** por acción, esto es un **27%** sobre el valor de mercado registrado el 31 de diciembre de 2019

Ante el resultado anterior se realiza un análisis de sensibilidad para determinar las variaciones del precio estimado en los siguientes escenarios:

- Escenario 1: ponderación de los ingresos por ventas proyectados en +/- 20%.
- Escenario 2: uso de tasa libre de riesgo BCU-30 promedio en lugar de la tasa de riesgo obtenida para la fecha de la valorización y ponderación de los ingresos por ventas proyectados en +/- 20%.

Escenario 1: en la siguiente tabla, se muestra el resultado ¹² de ponderar en +/-20% las tasas de crecimiento por segmento proyectado para los 2020 al 2024, capítulo 8.1, dejando todos los otros parámetros iguales.

Tabla 54. Resumen de ponderar en +/-20% los ingresos proyectados

Valorización Económica de CCU S.A	-20%		20%
Valor de los activos operacionales	130.901	127.448	124.150
Activos prescindibles	6.154	6.154	6.154
Exceso(déficit) capital de trabajo	-184	84	352
Valor Total de los activos	136.871	133.686	130.656
Deuda financiera	-11.662	-11.662	-11.662
Patrimonio económico MUF	125.209	122.024	118.994
Número de acciones	369.502.872	369.502.872	369.502.872
Precio de la acción en UF	0,338858	0,330238	0,322037
Precio de la acción en CLP	9.593	9.349	9.117
Precio real de la acción al 31 de diciembre 2019	7.370	7.370	7.370
Diferencia	30%	27%	24%

Fuente: Elaboración propia. Para más detalle ver anexo, capítulo 13.3.

- Escenario 2: en la siguiente tabla se muestra el resultado¹³ de reemplazar la tasa de libre riesgo de 0,80%, utilizada en el capítulo 6.2, por la tasa BCU-30 promedio 36M de 1,80% y de la ponderación de los ingresos por ventas proyectados en +/- 20%. Se obtiene una nueva tasa WACC de 4,97% en vez de 4,06% (tasa WACC obtenida originalmente).

¹² Ver anexo para cálculos, capítulo 13.3

¹³ Ver anexo para cálculos, capítulo 13.4

Tabla 55. Resultado de ponderar el ingreso proyectado con una tasa de libre de riesgo promedio.

Valorización Económica de CCU S.A	-20%		20%
Valor de los activos operacionales	106.103	103.318	100.654
Activos prescindibles	6.154	6.154	6.154
Exceso(déficit) capital de trabajo	-184	84	352
Valor Total de los activos	112.073	109.556	107.160
Deuda financiera	-11.662	-11.662	-11.662
Patrimonio económico MUF	100.411	97.894	95.498
Número de acciones	369.502.872	369.502.872	369.502.872
Precio de la acción en UF	0,271747	0,264935	0,258451
Precio de la acción en CLP	7.693	7.500	7.317
Precio real de la acción al 31 de diciembre 2019	7.370	7.370	7.370
Diferencia	4%	2%	-1%

Fuente: Elaboración propia. Para más detalle ver anexo, capítulo 13.4.

Como resultado de utilizar una tasa libre de riesgo BCU-30 promedio de 36 meses. En este caso hubo un cambio en la tasa de descuento de la valorización. La nueva tasa se utiliza en conjunto con la ponderación de los ingresos por ventas proyectados en +/- 20% para determinar el precio de la acción al 31 de diciembre de 2019 obteniéndose valores cercanos al precio de mercado para ese día, entorno al +4% y -1%.

11. Conclusiones

La valorización por el método de flujo de caja descontado, consistió en analizar la información histórica de la empresa, por un periodo de 5 años. Luego se realizó una proyección del flujo de caja libre y se descontó a la tasa WACC de **4,06%**, obteniendo el valor de los activos operacionales de empresa. A este resultado se descontó el valor de la deuda, a la fecha de valorización, resultando el valor patrimonial económico de la empresa.

Como resultado de la valorización de CCU S.A mediante el método de flujos de caja descontados, se obtiene un precio de **\$9.349** por acción, esto es un **27%** sobre el valor de mercado registrado el 31 de diciembre de 2019. Por lo tanto, se concluye que la acción se encuentra subvaluada y se **recomienda comprar**.

Al realizar un análisis de sensibilidad y ponderar un -20% los ingresos por venta proyectados, el precio obtenido para la acción fue un 30% mayor al precio de mercado. Por otro lado, al ponderar un +20% los ingresos por venta proyectados el precio de la acción que se obtiene es un 24% superior al valor de mercado para el 31 de diciembre de 2019. Es decir, aun cuando se consideraron cambios de +/-20% en los ingresos por ventas proyectados, el resultado obtenido para el precio de la acción siempre se mantuvo sobre el valor de mercado para el 31 de diciembre de 2019. Esto indica que el mercado espera que las condiciones económicas sean menos favorables a las proyectadas.

12. Referencias bibliográficas

- Maquieira, Carlos. “Finanzas Corporativas: Teoría y práctica”, Editorial Andrés Bello, Tercera edición, 2010.
- Apuntes. Curso Finanzas Corporativas, MF Evening FEN U. CHILE
- Apuntes. Curso Finanzas Corporativas Avanzadas, MF Evening FEN U. CHILE
- Apuntes. Curso Valorización de Empresas, MF Evening FEN U. CHILE
- Bolsa Electrónica de Chile. <https://www.bolchile.com/>
- Bolsa de Santiago. <https://www.bolsadesantiago.com/>
- Comisión para el mercado financiero
<http://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/w3-channel.html>
- Federal Reserve. <https://www.federalreserve.gov/data.htm>
- <https://www.elmercurio.com/inversiones/acciones/ficha.aspx?id=CCU>
- Flores, Tamara. Pulso, La tercera.
<https://www.latercera.com/pulso/noticia/cambio-consumo-bebestibles-chile-los-ultimos-10-anos/816783/>
- Rating Report. Fitch Rating.
<https://www.fitchratings.com/research/es/corporate-finance/fitch-publishes-report-of-compania-cervecerias-unidas-sa-ccu-05-12-2019>
- Banco Mundial.
https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2018&locations=CL&most_recent_year_desc=true&start=1961&view=chart
- Banco Central de Chile. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central>
- International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Countries/CHL>
- Demodaran. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- CCU Inversionistas. <https://ccuinvestor.com/es/Bienvenidos-inversores>
- Embonor Inversionistas.
<https://www.embonor.cl/wps/wcm/connect/embonor/Sitio/Home/Inversionistas/Informacion+Financiera/>
- Andina Inversionistas. <http://www.koandina.com/pagina.php?p=inversionistas>
- ABInBev Investor. <https://www.ab-inbev.com/investors.html>

- Viña Concha y Toro, Inversionistas.
<https://conchaytoro.com/holding/inversionistas/>
- Viña Santa Rita, Inversionistas.
<https://www.santarita.com/quienes-somos/memorias-anauales/>
- ICR Chile. <https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/compania-cerveceras-unidas-s-a>
- Infront Analytics.
<https://www.infrontanalytics.com/fe-ES/30013LC/Compania-Cervecerias-Unidas-S-A/Beta>
- Investopedia. <https://www.investopedia.com/>
- Investing. <https://es.investing.com/equities/cervecerias-un-historical-data>
- BCI, Corredor de Bolsa. <https://www.bci.cl/equityresearch/sector-bebidas>
- ICR Chile, Reseña Anual de Clasificación.
<https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/compania-cerveceras-unidas-s-a-2/informes-10/2838-ccu-resena-anual-de-clasificacion-abril-2018/file>
- Estudio de tasa de actualización. Le Fort Economía y Finanzas. 25 de noviembre de 2019.

13. Anexos

13.1 Descripción Filiales

BEBIDAS ECUSA SpA

La sociedad desarrolla actividades de comercialización, servicios de marketing y publicidad de bebidas analcohólicas.

El objeto de la sociedad es: (i) distribución, transporte, importación, exportación, compra, venta y comercialización en general, en cualquier forma y a cualquier título, de todo tipo de bebidas analcohólicas, ya sea por cuenta propia o ajena; (ii) arrendamiento, subarrendamiento y explotación de espacios publicitarios y prestación de servicios de comercialización y publicidad en general que diga relación con los bienes, productos, negocios y actividades referidos en el número (i) anterior; (iii) compra, venta, arrendamiento, importación, exportación y comercialización en general, en cualquier forma y a cualquier título, de todo tipo de bienes muebles; y (iv) prestación de servicios de asistencia técnica, elaboración de políticas de marketing, publicidad y similares relacionadas con los fines sociales

Principales contratos con la matriz son de prestación de servicios, asesoría y asistencia técnica (Contrato servicios compartidos).

CCU INVERSIONES S.A.

La sociedad desarrolla actividades de inversión, especialmente en acciones y derechos sociales.

El objeto de la sociedad es: (i) 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, retiro, mantención y reparación de máquinas conservadoras, enfriadoras y/o expendedoras de bebidas alcohólicas, analcohólicas y alimentos en general, y de los elementos y accesorios de aquéllas; y el arrendamiento, subarrendamiento y explotación de espacios publicitarios y prestación de servicios de publicidad en general; (ii) 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) inversión, compra, venta, arrendamiento, y en general la adquisición y enajenación 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) celebración de cualquier otro acto o contrato concerniente a las actividades y negocios antes enunciados, así como cualquier otro negocio similar o análogo, y todas las operaciones accesorias que fueren necesarias, conducentes o convenientes para la complementación del objeto social arriba expresado.

Principales contratos con la matriz son de prestación de servicios, asesoría y asistencia técnica (Contrato servicios compartidos).

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.

El objeto de la sociedad es: (i) 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; (ii) liquidar y enajenar las inversiones antes indicadas; (iii) 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 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.

CERVECERA CCU CHILE LIMITADA

Esta sociedad desarrolla el negocio de elaboración, envasado y comercialización de cervezas en Chile, bajo marcas propias y licenciadas.

El objeto social 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; la producción, elaboración, envasado, importación, exportación y comercialización de toda clase de alimentos; la explotación de negocios y/o establecimientos destinados al expendio y comercialización de las bebidas y alimentos antes referidos y de bienes corporales muebles en general, como supermercados, restaurantes, cafeterías y pubs, ya sea por sí o a través de terceros; el transporte y distribución de esos productos o bienes, ya sea en el mismo estado o transformados; la realización de publicidad y propaganda comercial, por cuenta propia o ajena, por sí o a través de terceros, de los productos, bienes y establecimientos referidos precedentemente; la compra, venta, arrendamiento y explotación en general, por cuenta propia o ajena, de toda clase de espacios publicitarios en cualesquiera medios de comunicación y/o difusión, incluidos los medios de transmisión electrónica, internet, redes computacionales y de bases de datos en general, así como el desarrollo, implementación, creación y diseño en páginas web; la compra, venta, importación, exportación, arrendamiento y en general la explotación de toda clase de elementos, artículos y bienes o activos publicitarios, promocionales, de propaganda y/o marketing; la producción y realización, por cuenta propia o ajena de toda clase de publicaciones científicas, artísticas, culturales o de publicidad, directamente o a través de terceros; el

estudio y ejecución de todo tipo de obras y proyectos de ingeniería y construcción, por cuenta propia o ajena, incluyendo la realización de loteos, subdivisiones y obras de urbanización en general; la compra, venta, arrendamiento, y en general la adquisición y enajenación de bienes raíces y la realización de toda clase de negocios inmobiliarios; la compra, venta, arrendamiento, y en general la adquisición y enajenación de bienes muebles, tanto corporales como incorporales, incluyendo acciones, bonos, debentures 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; la celebración de cualquier otro acto o contrato concerniente a las actividades industriales y de negocios antes enunciadas, así como cualquier otro negocio similar o análogo, incluyendo la realización de inversiones en sociedades dedicadas directa o indirectamente a cualquiera de esas actividades, y todas las operaciones accesorias que fueren necesarias, conducentes o convenientes para la complementación del objeto social arriba expresado; y la realización de cualquier otro negocio civil o de comercio permisible que acuerden las socias.

Principales contratos con la matriz es de arrendamiento marcas comerciales; Contrato de prestación de servicios, asesoría y asistencia técnica (Contrato Servicios Compartidos); Contrato de arrendamiento de envases; Contrato de arrendamiento planta industrial; y Contrato de arrendamiento depósitos y bodegas.

CERVECERA GUAYACÁN SpA

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado y comercialización de cervezas bajo la marca Guayacán.

El objeto de la sociedad será la producción, elaboración, compraventa, exportación, importación, representación, intermediación de cepas, cervezas y otros relacionados a éstas, al igual que aguas saborizadas, infusiones, bebidas analcohólicas de todo tipo y, en general, todo tipo de líquidos bebestibles; el almacenamiento y envase de cervezas y licores en general y todo lo que en la actualidad o en el futuro o de cualquier manera se relacione con la industria cervecera, sus derivados y líquidos bebestibles en general; la operación y prestación de servicios de restaurantes, fuentes de soda, cafeterías y similares; servicios de comida preparada en forma artesanal y, en general, la operación

y la prestación de servicios propios de establecimientos que en general expenden bebidas y alimentos.

CERVECERÍA BELGA DE LA PATAGONIA S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado y comercialización de cerveza artesanal bajo la marca D´Olbek.

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.

CERVECERÍA KUNSTMANN S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, venta y comercialización de cerveza Kunstmann en sus diversas variedades.

El objeto de la sociedad 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 con las indicadas.

COMERCIAL CCU S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de comercialización multicategoría de productos elaborados y/o comercializados por empresas relacionadas de Compañía Cervecerías Unidas S.A.

El objeto social es: (i) 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; (ii) asesoría y prestación de servicios de venta y comercialización, por cuenta propia o ajena, de bebidas alcohólicas y analcohólicas en general y de toda

clase de alimentos, de sus materias primas, de envases de todo tipo y de otros bienes corporales muebles que digan relación con la industria de las bebidas y alimentos; (iii) realización de publicidad y propaganda comercial, por cuenta propia o ajena, por sí o a través de terceros, de los bienes referidos precedentemente; (iv) representación de empresas nacionales o extranjeras, en todo tipo de negocios relacionados con el giro social; (v) otorgamiento de financiamiento a terceros, con recursos propios, mediante la celebración de toda clase de operaciones de crédito de dinero; y (vi) en general, realizar todos los actos y celebrar todos los contratos que sean necesarios o conducentes al objeto social.

COMERCIAL PATAGONA LIMITADA

Esta sociedad desarrolla actividades de comercialización de bebidas alcohólicas, analcohólicas y confites elaborados y/o comercializados por empresas relacionadas de Compañía Cervecerías Unidas S.A. o terceros.

El objeto de la sociedad es: (i) compra, venta, adquisición, enajenación, importación, exportación, comercialización y distribución en cualquier forma de bebidas alcohólicas, analcohólicas y productos afines; (ii) prestación de servicios de transporte de carga en general, ya sea con vehículos propios o de terceros, dentro y fuera del país; (iii) arrendamiento, subarrendamiento, mantención y reparación de toda clase de vehículos; (iv) servicios de asesoría en materia de tráfico y transporte en general; (v) servicios de bodegaje y distribución de materias primas, insumos, concentrados, productos terminados y cualquier otra clase de bienes corporales muebles, incluyendo todas aquellas operaciones comerciales, industriales o financieras que directa o indirectamente se relacionen con dicha actividad; (vi) prestación de todo tipo de servicios y asesorías técnicas, profesionales, administrativas, contables, de coordinación y gestión en materia de otorgamiento de créditos, recaudación, pago, cobranzas y demás funciones de tesorería y caja y otras complementarias de lo anterior; (vii) instalación, retiro, mantención y reparación de máquinas conservadoras, enfriadoras y/o expendedoras de bebidas alcohólicas y analcohólicas en general, y de los elementos y accesorios de aquéllas; (viii) prestación de servicios de publicidad, propaganda y marketing; y (ix) en general, la realización de cualquier acto o la celebración de cualquier contrato que los socios acuerden.

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 relacionadas de la sociedad y/o de su matriz Compañía Cervecerías Unidas S.A., así como la prestación de servicios de administración de crédito y cobranza.

El objeto de la sociedad es: (i) desarrollo e implementación de sistemas de financiamiento y crédito bajo cualquier modalidad autorizada por la ley; (ii) otorgamiento de financiamiento a terceros, con recursos propios, mediante la celebración de toda clase de operaciones de crédito de dinero; (iii) 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.; (iv) 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.; (v) 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; (vi) 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; (vii) prestación de toda clase de servicios financieros a terceros en conformidad a la ley; (viii) 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.

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.

El objeto de la sociedad es: (i) 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; (ii) compra, venta, arrendamiento, y en general la adquisición y enajenación de bienes raíces corporales e incorporales y la realización de toda clase de negocios inmobiliarios; (iii) inversión, compra, venta, arrendamiento, y en general la adquisición y enajenación de bienes muebles, tanto corporales como incorporales, incluyendo opciones de compra y venta de acciones, acciones, bonos, debentures, planes de ahorro, cuotas de fondos mutuos, 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; (iv) prestación de servicios de transporte aéreo y terrestre, de carga y pasajeros; arrendamiento, subarrendamiento, mantención y reparación de toda clase de vehículos; importación, distribución, compra y venta de partes, piezas y repuestos de los mismos y de accesorios e insumos para ellos; servicios de asesoría en materia de tráfico y transporte en general; y servicios de bodegaje y distribución de materias primas, insumos, concentrados y/o productos terminados, sean éstos elaborados y/o comercializados por Compañía Cervecerías Unidas S.A., cualesquiera de sus filiales, sociedades coligadas y/o por terceros; (v) prestación de servicios de asesoría, administración, coordinación y/o gestión en materia de otorgamiento de créditos, recaudación, pago, cobranza y demás funciones de tesorería y caja; (vi) prestación de servicios de asesoría, administración y control de inventarios de materiales de empaque, insumos, concentrados, productos terminados y demás activos de terceros, sean éstos sociedades relacionadas o no; (vii) prestación de servicios de instalación, retiro, mantención y reparación de máquinas conservadoras, enfriadoras y/o expendedoras de bebidas alcohólicas y analcohólicas en general, y de los elementos y accesorios de aquéllas; (viii) arrendamiento, subarrendamiento y explotación de espacios publicitarios y prestación de servicios de publicidad en general;

y (ix) celebración de cualquier otro acto o contrato concerniente a las actividades industriales y de negocios antes enunciadas, así como cualquier otro negocio similar o análogo, y todas las operaciones accesorias que fueren necesarias, conducentes o convenientes para la complementación del objeto social arriba expresado.

FÁBRICA DE ENVASES PLÁSTICOS S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración de envases y tapas plásticas.

El objeto 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; la distribución, comercialización, exportación, venta, y en general la enajenación de esos bienes, ya sea en el mismo estado o transformados; la realización de toda clase de actividades y la celebración de cualquier otro acto o contrato concerniente a la industria del plástico, y toda otra especie de insumos y elementos relacionados con los fines antedichos, así como cualquier otro negocio similar, análogo; y todas las demás operaciones accesorias que fueren necesarias, conducentes o convenientes para la complementación del objeto social arriba expresado.

INVERSIONES INTERNACIONALES SpA

La sociedad desarrolla el negocio de adquisición, desarrollo y explotación de licencia de marcas y actividades afines.

El objeto de la sociedad es la inversión en toda clase de bienes corporales e incorporeales, incluyendo derechos en sociedades, acciones, valores mobiliarios, marcas comerciales, nombres de dominio, licencias o sub-licencias, títulos de crédito y efectos de comercio, tanto en Chile como en el extranjero.

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.

El objeto de la sociedad es: (i) efectuar toda clase de inversiones civiles pasivas 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; (ii) liquidar las inversiones antes indicadas; y (iii) realizar cualquier otra actividad civil acordada por las socias. Se prohíbe a la sociedad la realización de cualquier actividad calificada como acto de comercio, así como la intermediación y distribución de bienes y la prestación de cualquier clase de servicios.

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.

El objeto de la sociedad es: (i) efectuar toda clase de inversiones civiles pasivas 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; (ii) liquidar las inversiones antes indicadas; y (iii) realizar cualquier otra actividad civil acordada por las socias. Se prohíbe a la sociedad la realización de cualquier actividad calificada como acto de comercio, así como la intermediación y distribución de bienes y la prestación de cualquier clase de servicios.

INVERSIONES INVEX CCU TRES LIMITADA

Esta sociedad desarrolla actividades de inversión en acciones y derechos sociales.

El objeto de la sociedad es: (i) realización de inversiones en toda clase de bienes muebles e inmuebles, corporales o incorporeales, 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 los frutos o rentas originados por éstas; (ii) enajenación, comercialización y liquidación de las inversiones antes indicadas; (iii) la prestación de servicios y asesorías en materias de inversión y de desarrollo de proyectos; (iv) la administración de las inversiones e ingresos por las actividades señaladas en los números anteriores; y (v) toda otra actividad relacionada directa o indirectamente con las anteriores que los socios acuerden; todo lo cual podrá ser

desarrollado directamente por la sociedad o por medio de otras entidades en la que ésta participe.

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. El objeto de la sociedad es desarrollar, por cuenta propia o de terceros o asociada a terceros, toda clase de actividades relacionadas con el tratamiento y purificación de agua para el consumo, y producción y venta de agua con formulaciones especiales para fines específicos; su distribución, venta, y comercialización; así como el arriendo o venta de aparatos distribuidores automáticos y prestación de servicios complementarios que sean necesarios o conducentes a la consecución de los fines anteriores. La sociedad podrá efectuar inversiones en toda clase de bienes inmuebles o muebles, corporales e incorporeales, y formar parte de sociedades de cualquier especie. Asimismo, la sociedad podrá dedicarse a la fabricación, elaboración, preparación y producción de productos industriales y su comercialización.

MILLAHUE S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de inversión en toda clase de bienes muebles e inmuebles, corporales o incorporeales.

El objeto de la sociedad es la explotación de fuentes de agua mineral; la fabricación, distribución y comercialización de toda clase de productos naturales, bebidas alcohólicas y demás productos similares, como asimismo, de vinos, cervezas, productos lácteos y alimentos de cualquier origen, y de los insumos industriales tales como tapas tipo corona, envases de plástico y/o vidrio, cajas plásticas y etiquetas; y la realización de inversiones en toda clase de bienes muebles e inmuebles, corporales o incorporeales, tales como acciones, bonos, debentures, efectos de comercio, valores mobiliarios, y la venta y comercialización de los mismos.

NEW ECUSA S.A.

Esta sociedad desarrolla el negocio de explotación, a través de terceros, de licencias de marcas comerciales otorgadas por su coligada Promarca S.A.

El objeto de la sociedad es la elaboración, producción, fabricación, embotellado, envasado, venta, promoción, distribución y comercialización de néctares de fruta, bebidas de fruta, jugos, bebidas lácteas, alimentos de soya, bebidas analcohólicas en general, y otros líquidos y bebidas listos para beber, sea directamente o a través de terceros; la adquisición y explotación de licencias de marcas comerciales, sea directamente o a través de terceros; la realización de actividades de planificación, publicitarias, de transportes y financieras que sean complementarias o digan relación con el desarrollo de los negocios de productos alimenticios y bebidas antes mencionados; la inversión en toda clase de bienes corporales e incorporeales, incluyendo derechos en sociedades, acciones, valores mobiliarios, marcas comerciales, títulos de crédito y efectos de comercio; y la celebración de cualquier otro acto o contrato concerniente a las actividades industriales y de negocios antes enunciadas, así como cualquier otro negocio similar o análogo, y todas las operaciones accesorias que fueren necesarias, conducentes o convenientes para la complementación del objeto social arriba expresado.

TRANSPORTES CCU LIMITADA

Esta sociedad presta servicios de logística, transporte y distribución a las diversas Unidades Estratégicas de Negocios (UENs).

El objeto de la sociedad es prestar servicios de transporte de carga; arrendamiento, subarrendamiento, mantención y reparación de toda clase de vehículos; importación, distribución, compra y venta de partes, piezas y repuestos de los mismos y de accesorios e insumos para ellos; servicios de asesoría en materia de tráfico y transporte en general; servicios de bodegaje y distribución de materias primas, insumos, concentrados y/o productos terminados, sean éstos elaborados y/o comercializados por Compañía Cervecerías Unidas S.A., cualesquiera de sus filiales y/o por terceros; servicios de asesoría, administración, coordinación y/o gestión en materia de otorgamiento de créditos, recaudación, pago, cobranza y demás funciones de tesorería y caja; servicios de asesoría, administración y control de inventarios de materiales de empaque, insumos, concentrados, productos terminados y demás activos de terceros, sean éstos sociedades relacionadas o no; e instalación, retiro, mantención y reparación de

máquinas conservadoras, enfriadoras y/o expendedoras de bebidas alcohólicas y analcohólicas en general, y de los elementos y accesorios de aquéllas.

VENDING Y SERVICIOS CCU LIMITADA

Esta sociedad desarrolla todas las actividades de su objeto social.

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.

VIÑA ALTAÏR SpA

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). La sociedad tiene por objeto: (i) producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación, por cuenta propia o ajena, de toda clase de productos vitivinícolas; (ii) producción, industrialización, comercialización, distribución, importación, y exportación, por cuenta propia o ajena de vinos y licores y de las materias primas de los mismos; (iii) aprovechamiento industrial y comercial de los subproductos y derivados de vinos y licores, y de las materias primas de los mismos; iv) explotación de marcas comerciales; (v) prestación de servicios relacionados con los rubros señalados en los numerales i) a iv) anteriores, así como servicios de asesoría, marketing, ventas, enología, administración, organización, desarrollo de empresas y turismo; (vi) arrendamiento de toda clase de bienes muebles e inmuebles; vii) representación de empresas nacionales y extranjeras en relación con los rubros y actividades señalados en los numerales (i) a (vi) anteriores; viii) en general, la celebración de cualquier acto o contrato y el desarrollo de cualquier actividad relacionada directa o indirectamente con los rubros y actividades señalados en los numerales i) a vii) anteriores.

VIÑA SAN PEDRO TARAPACÁ 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.

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; la producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación, por cuenta propia o ajena, de toda clase de bebidas, sean éstas vinos, licores, cervezas, o de cualquier naturaleza, alcohólicas o analcohólicas y de las materias primas de las mismas, el aprovechamiento industrial y comercial de los subproductos y derivados de los artículos que anteceden; la prestación de servicios relacionados con los mismos rubros así como servicios de asesoría, marketing, ventas, enología, administración, organización y desarrollo de empresa; y la representación de empresas nacionales y extranjeras, la distribución y comercialización de los productos nacionales o importados de los bienes anteriormente mencionados y de productos alimenticios en general.

VIÑA VALLES DE CHILE 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). La sociedad tiene por objeto: (i) la producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación, por cuenta propia o ajena, de toda clase de productos vitivinícolas; (ii) 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; (iii) el aprovechamiento industrial y comercial de los subproductos y derivados de vinos y licores, y de las materias primas de los mismos; (iv) la explotación de marcas comerciales; (v) la prestación de servicios relacionados con los mismos rubros señalados precedentemente; (vi) la representación de empresas nacionales y extranjeras en relación con dichos rubros y actividades, y (vii) en general, la celebración de cualquier acto o contrato y el desarrollo de cualquier actividad relacionada directa o indirectamente con los rubros y actividades señalados anteriormente.

Filiales en el extranjero

ANDINA DE DESARROLLO SACFAIMM

Esta sociedad desarrolla actividades de inversión inmobiliaria y financiera

El objeto de la sociedad es realizar por cuenta propia y/o de terceros o asociada a terceros, las siguientes operaciones: (i) Comerciales: La compra y venta, importación y exportación, distribución de maquinarias, rodados, automotores, repuestos, accesorios y herramientas, ejercer representaciones, comisiones, consignaciones y mandatos; (ii) Industriales: Mediante la fabricación de repuestos, accesorios y herramientas para automotores, rodados y maquinarias; (iii) Inmobiliaria y Constructora: La sociedad podrá realizar toda clase de operaciones inmobiliarias y de construcción de edificios. Así, podrá comprar, vender, permutar, arrendar, por cuenta propia o de terceros o asociada a terceros, toda clase de bienes inmuebles, y construir obras y edificios, sea o no bajo el régimen de la Ley N°13.512 de Propiedad Horizontal o de cualquier otra Ley especial que en el futuro se dicte, ya sea por contratación directa y/o por licitaciones públicas o privadas, viviendas individuales y colectivas y/o ampliaciones. Podrá asimismo realizar dichas construcciones con aportes particulares, del Banco Hipotecario Nacional y/o de otros bancos oficiales o particulares, y de cualquier otra institución de crédito oficial o privada para dichos fines; (iv) Financieras: Mediante el aporte de capitales a sociedades o empresas, constituidas o a constituirse y a personas, para operaciones realizadas o a realizarse, compraventa de títulos, debentures, activos y pasivos, y toda clase de valores mobiliarios y documentos de créditos, financiaciones en general, y cualesquiera otras operaciones con excepción de las bancarias, seguros, capitalización y ahorro, especialmente las previstas por la Ley N°18.061 u otras por las cuales se requiera el concurso público; (v) Agropecuarias: Mediante la explotación de establecimientos rurales, ganaderos, frutícolas, cría, internación, mestización, venta, cruce de ganado, hacienda de todo tipo en cabañas, granjas, tambos, estancias y potreros; cultivos, forestación y reforestación de toda clase; formalización de contratos de arrendamientos, aparcerías y/o pastoreo; (vi) 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; y (vii) 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. Para el cumplimiento de su objeto la sociedad podrá realizar todos los actos autorizados por las leyes que guarden relación directa o indirecta con el mismo.

ANDRIMAR S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de inversión en bienes inmuebles en los cuales se asienta la actividad de Milotur S.A

El objeto de la sociedad es: (i) industrializar y comercializar en todas sus formas mercaderías, arrendamientos de bienes, obras y servicios, en los ramos y anexos: de alimentación, artículos del hogar y oficina, automotriz, bar, bazar, caucho, combustible, comunicaciones, construcción, cosmética, cueros, deportes, editorial, electrónica, electrotécnica, enseñanza, espectáculos, extractivas, ferretería, fotografías, fibras, frutos del país, hotel, imprenta, informática, joyería, juguetería, lana, lavadero, librería, madera, máquinas, marítimo, mecánica, medicina, metalúrgica, música, obras de ingeniería, óptica, papel, perfumería, pesca, plástico, prensa, publicidad, química, radio, servicios profesionales, técnicos y administrativos, tabaco, televisión, textil, transporte, turismo, valores inmobiliarios, vestimenta, veterinaria, vidrio; (ii) importaciones, exportaciones, representaciones, comisiones y consignaciones; (iii) compraventa, arrendamiento, administración, construcción y toda clase de operaciones con bienes inmuebles; (iv) explotación agropecuaria, forestación, fruticultura, citricultura y sus derivados, cumpliendo con las disposiciones legales; y (v) participación, constitución o adquisición de empresas que operen en los ramos preindicados.

BEBIDAS BOLIVIANAS BBO S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de producción y comercialización de bebidas alcohólicas y analcohólicas en Bolivia.

La sociedad tiene por objeto principal realizar por cuenta propia, ajena o asociada con terceros, las siguientes actividades enumeradas de manera indicativa pero no limitativa: dedicarse a la producción, embotellamiento y comercialización de cerveza, bicervecina, maltas, bebidas fermentadas, bebidas alcohólicas para el consumo general; dedicarse a

la producción, embotellamiento y comercialización de bebidas no alcohólicas para el consumo general; representar en Bolivia a empresas y/o marcas nacionales y/o extranjeras a efectos de distribuir y/o comercializar en Bolivia productos de empresas, ya sean éstas fabricantes, comercializadoras o representantes de toda clase de bebidas alcohólicas y analcohólicas; asociarse para determinados negocios en forma accidental o del joint venture, conformar consorcios, dentro de las actividades del objeto social de la sociedad; registrar y comercializar marcas, rótulos comerciales y patentes en general, vinculadas al desarrollo de las actividades señaladas en sus estatutos; invertir los fondos excedentes provenientes del giro habitual de sus actividades en cualquier tipo de inversión como ser bonos, plazos fijos, títulos públicos o privados o cualquier instrumento; y prestar servicios que sean consecuencia de las actividades específicas de la sociedad, necesarios al cumplimiento de cualquiera de las finalidades del giro social sin ninguna limitación y al desarrollo de las actividades señaladas en los estatutos, excepto las que por ley se encuentren prohibidas.

BEBIDAS DEL PARAGUAY S.A.

Esta sociedad desarrolla principalmente actividades de elaboración y distribución de bebidas con y sin alcohol.

La sociedad tiene por objeto dedicarse por cuenta propia o asociada a terceros, a la producción, industrialización, importación, exportación, representación, distribución y comercialización de todo tipo de bebidas y en general a cualquier otro acto lícito de comercio. Para el cumplimiento de sus fines, la sociedad podrá: adquirir y transferir el dominio de bienes muebles, inmuebles y vehículos, construir y fabricar toda clase de bienes, efectuar operaciones con bancos oficiales y privados del país o del extranjero; solicitar y obtener créditos; tomar dinero prestado; dar o aceptar garantías reales o personales; participar en licitaciones públicas o privadas; solicitar la explotación de concesiones del Gobierno Nacional y/o Municipal, de entidades autárquicas y/o privadas; recibir o dar representaciones; recibir o dar comisiones, consignaciones; designar distribuidores de sus productos; desarrollar cualquier actividad relacionada directa o indirectamente al objeto social; conferir poderes generales y especiales, sustituirlos y revocarlos y practicar cualquier acto y celebrar cualquier contrato que la buena marcha

de la sociedad aconseje, sin limitación alguna, estén o no comprendidos en esta enumeración.

COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS ARGENTINA S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de inversión en acciones y derechos sociales.

El objeto de la sociedad es realizar, por cuenta propia o de terceros o asociada a terceros, las siguientes actividades: el aporte y la inversión de capitales en empresas o sociedades constituidas o a constituirse, la participación -en dinero o en especie- en otras sociedades por acciones y la adquisición, enajenación o transferencia de títulos, acciones, debentures, facturas, remitos y valores mobiliarios en general, nacionales o extranjeros, títulos, bonos y papeles de crédito de cualquier tipo o modalidad, creados o a crearse; toma y otorgamiento de toda clase de créditos, con o sin garantía real, emisión de debentures, obligaciones negociables, papeles de comercio y bonos, otorgamiento de avales y garantías, todo ello, con exclusión de las actividades comprendidas en la ley de entidades financieras o que requieran el concurso del público.

COMPAÑÍA INDUSTRIAL CERVECERA S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración y comercialización de cervezas, bebidas malteadas y malta.

El objeto de la sociedad es realizar, por cuenta propia de terceros y/o asociada a terceros, en Argentina o en el exterior, las siguientes actividades: (i) Industriales: elaboración, fraccionamiento y comercialización de cerveza y malta, sus productos derivados, anexos y afines; explotación directa o indirecta de cebada cervecera, lúpulo y su cultivo; elaboración, fraccionamiento y comercialización de bebidas gaseosas y aguas minerales; conservación de carnes, frutas, verduras y demás productos perecederos en sus cámaras frigoríficas; utilización de los subproductos para la elaboración de levadura, forrajes, abono y otros productos químicos; (ii) Comerciales: adquisición y enajenación de bienes muebles, materias primas, elaboradas o a elaborarse, patentes de invención, marcas, diseños y modelos industriales; importación y exportación de cerveza, malta, agua mineral, sus derivados, elaboraciones y otros productos en general; ejercer representaciones, comisiones y consignaciones, en los

rubros: cerveza, malta, agua mineral, bebidas, helados, bocaditos, galletitas y derivados referidos a tales artículos; (iii) Financieras: adquisición y enajenación de participaciones en otras sociedades y empresas del país o del exterior; aportar y vender capitales propios y ajenos, con o sin garantía, a sociedades o a particulares; tomar y vender valores mobiliarios con o sin cotización. Quedan excluidas las operaciones a que se refiere la Ley N°21.526 de Entidades Financieras u otras que requieran el concurso del ahorro público; (iv) Inmobiliarias: adquisición, enajenación, explotación, arrendamiento, construcción, permuta y/o administración y/o disposición bajo cualquier forma de toda clase de inmuebles, urbanos o rurales; subdivisión de tierras y su urbanización, construcción de edificios para renta o comercio; constitución de toda clase de derechos reales sobre inmuebles; y realización de operaciones comprendidas dentro de las leyes y reglamentos de la propiedad horizontal; y (v) Agropecuarias: explotación –en todas sus formas– de establecimientos agrícola-ganaderos, frutícolas, forestales y granjas.

CORALINA S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de inversión en inmuebles.

El objeto de la sociedad es: (i) industrializar y comercializar en todas sus formas mercaderías, arrendamientos de bienes, obras y servicios, en los ramos y anexos: de alimentación, artículos del hogar y oficina, automotriz, bar, bazar, caucho, construcción, cosmética, cueros, editorial, electrónica, electrotécnica, enseñanza, espectáculos, ferretería, fotografías, fibras, frutos del país, hotel, imprenta, informática, joyería, juguetería, lana, lavadero, librería, limpieza, madera, máquinas, mecánica, metalúrgica, música, obras de ingeniería, óptica, papel, perfumería, pesca, plástico, publicidad, química, servicios profesionales, técnicos y administrativos, tabaco, textil, turismo, valores inmobiliarios, vestimenta, veterinaria, vidrio; (ii) importaciones, exportaciones, representaciones, comisiones y consignaciones; (iii) compraventa, arrendamiento, administración, construcción y toda clase de operaciones con bienes inmuebles (excepto los rurales afectados a la explotación agraria definida en el art. 3 de la Ley N° 17.777) y habiendo obtenido la autorización del poder ejecutivo si correspondiera; y (iv) participación, constitución o adquisición de empresas que operen en los ramos preindicados.

FINCA LA CELIA S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de producción, elaboración, envasado, venta, promoción y comercialización de vinos argentinos, bajo marcas propias o por medio de contratos de licencia o distribución, destinados al mercado doméstico y de exportación.

INTERNATIONAL SPIRITS INVESTMENTS USA LLC

Esta sociedad desarrolla actividades de inversión de carácter financiero y, en especial, en acciones y derechos sociales.

La sociedad tiene por objeto participar en cualquier acto o actividad legal para la cual las sociedades de responsabilidad limitada puedan formarse bajo las leyes del Estado de Delaware.

INVERSIONES CCU LUX S.à r.l.

Esta sociedad es la administradora de la sociedad en comandita simple Southern Breweries S.C.S.

El objeto de la sociedad es: (i) participar, en cualquier forma, en empresas luxemburguesas y extranjeras, así como cualquier otra forma de inversión; la adquisición por compra, suscripción o de cualquier otra manera, así como la transferencia o enajenación de cualquier forma, de valores de cualquier naturaleza; y la administración, control y desarrollo de su cartera; (ii) otorgar préstamos a, así como garantías en beneficio de terceros para garantizar obligaciones de, las compañías en las cuales tiene una participación directa o indirecta o un derecho de cualquier tipo o que forman parte del mismo grupo empresarial que la sociedad, o de lo cualquier otra forma asistir a tales empresas; (iii) recaudar fondos mediante préstamos en cualquier forma o mediante la emisión de cualquier tipo de pagarés, valores o instrumentos de deuda, bonos y obligaciones y, en general, emitir valores de cualquier tipo. La sociedad no podrá emitir acciones públicamente; (iv) actuar como socia o accionista con responsabilidad ilimitada o limitada por las deudas y obligaciones de cualquier entidad luxemburguesa o extranjera; y (v) realizar cualquier actividad comercial, industrial, financiera, inmobiliaria o de propiedad intelectual que considere útil para el cumplimiento de estos fines.

LOS HUEMULES S.R.L.

Esta sociedad desarrolla como actividad la administración de los inmuebles de que es titular.

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.

MARZUREL S.A.

Esta sociedad es titular de las marcas registradas para la comercialización de los productos de Miltur S.A

El objeto de la sociedad es: (i) industrializar y comercializar en todas sus formas mercaderías, arrendamientos de bienes, obras y servicios, en los ramos y anexos de agencias de viajes, alimentación, artículos del hogar y oficina, automotriz, bazar, bebidas, carnes, caucho, comestibles, comunicaciones, construcción, subsidiarios, cosmética, cueros, deportes, editorial, electrónica, electrotécnica, enseñanza, espectáculos, extractivas, ferretería, fotografías, fibras sintéticas, frutos del país, hotel, imprenta, informática, joyería, juguetería, lana, lavadero, librería, madera, máquinas, marítimo, mecánica, medicina, metalúrgica, minería, música, obras de ingeniería e instalaciones sanitarias, públicas o privadas, óptica, papel, perfumería, pesca, plásticas, prensa, propaganda, química, radio, servicios profesionales, técnicos y administrativos, tabaco, televisión, textil, transporte nacional e internacional de personas, cosas, semovientes y noticias, turismo, valores inmobiliarios, vestimenta, veterinaria, vidrio; (ii) importaciones, exportaciones, representaciones, comisiones y consignaciones; (iii) compraventa, arrendamiento, administración, construcción y toda clase de operaciones con bienes inmuebles, respetando las prohibiciones legales que se hallen en vigencia; y

(iv) forestación, fruticultura, citricultura y sus derivados, cumpliendo con las disposiciones legales.

MILOTUR S.A

Esta 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.

SAJONIA BREWING COMPANY S.A.

Esta sociedad desarrolla principalmente actividades de elaboración y distribución de cervezas.

SOUTHERN BREWERIES S.C.S.

Esta sociedad desarrolla actividades de inversión, siendo titular del cien por ciento de las acciones de la sociedad chilena CCU Inversiones III SpA.

Coligadas (Asociadas y negocios conjuntos) Extranjero

BEBIDAS CAROZZI CCU SpA

Esta sociedad desarrolla el negocio de elaboración, comercialización y distribución de bebidas instantáneas en polvo bajo las marcas Vivo, Caricia, Sprim y Fructus.

BEBIDAS CCU-PEPSICO SpA

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración y comercialización de concentrados y jarabes para preparar bebidas analcohólicas, administración de licencias y sublicencias y prestación de servicios asistencia técnica y de publicidad, entre otros.

Contrato de licencia y de embotellador exclusivo de las marcas Bilz, Pap, Pop de Bilz y Pap, Kem y Nobis, vigente desde el 1 de enero de 2014; y Contrato de prestación de servicios, asesoría y asistencia técnica (Contrato Servicios Compartidos).

CERVECERÍA AUSTRAL S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado y comercialización de cervezas bajo las marcas Austral e Imperial.

FOODS COMPAÑÍA DE ALIMENTOS CCU S.A.

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.

PROMARCA INTERNACIONAL SpA

El objeto de la sociedad es la explotación y desarrollo en la República Argentina, la República del Paraguay, el Estado Plurinacional de Bolivia, la República Oriental de Uruguay y otros países distintos de Chile que pudieren acordar sus accionistas en el futuro, de las marcas comerciales Watt's, así como de otras marcas que pueda adquirir o crear en el futuro en dichas jurisdicciones, en adelante las "Marcas Comerciales", sea directamente o a través de licencias o sub-licencias otorgadas a terceros; la realización de actividades de planificación, publicitarias, y financieras que sean complementarias o digan relación con potenciar el desarrollo y valor de sus Marcas Comerciales en los referidos países; y la inversión en toda clase de bienes corporales e incorporales, incluyendo derechos en sociedades, acciones, valores mobiliarios, marcas comerciales, nombres de dominio, licencias o sub-licencias, títulos de crédito y efectos de comercio.

PROMARCA S.A.

Esta sociedad se dedica a 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).

CERVECERIA SZOT SpA

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado y comercialización de cervezas bajo la marca Szot.

AMERICAS DISTILLING INVESTMENTS LLC

Esta sociedad se dedica a la producción, distribución y comercialización de pisco o destilados a base de uva en los Estados Unidos y en el extranjero.

ARTESANOS DE CERVEZAS S.A.S.

Esta sociedad desarrolla el negocio de producción y comercialización de bebidas alcohólicas y no alcohólicas en Colombia.

CENTRAL CERVECERA DE COLOMBIA S.A.S.

Esta sociedad desarrolla el negocio de producción y comercialización de bebidas alcohólicas y no alcohólicas en Colombia.

DISTRIBUIDORA DEL PARAGUAY S.A.

Esta sociedad desarrolla el negocio de la distribución de bebidas gaseosas, cervezas, energizantes y aguas.

PROMARCA INTERNACIONAL PARAGUAY SOCIEDAD DE RESPONSABILIDAD LIMITADA

Esta sociedad desarrolla actividades de explotación, a través de terceros, de licencias de marcas comerciales otorgadas por su matriz Promarca Internacional SpA.

ZONA FRANCA CENTRAL CERVECERA S.A.S.

Esta sociedad desarrolla el negocio de producción y comercialización de bebidas alcohólicas y no alcohólicas en Colombia.

13.2 Regresiones Beta patrimonial de la empresa

SUMMARY OUTPUT 2018-2019

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,424520492
R Square	0,180217648
Adjusted R Square	0,171678249
Standard Error	0,020888566
Observations	98

ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	0,009208465	0,009208465	21,10425313	1,32143E-05	
Residual	96	0,041887892	0,000436332			
Total	97	0,051096358				

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-0,00128022	0,002110313	-0,6066482	0,545516399	-0,005469156	0,002908721	-0,005469156	0,002908721
X Variable 1	0,588156582	0,128028886	4,593936561	1,32143E-05	0,334021251	0,842291912	0,334021251	0,842291912

SUMMARY OUTPUT 2018

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,466882958
R Square	0,217979697
Adjusted R Square	0,209917632
Standard Error	0,020110811
Observations	99

ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	0,010935256	0,010935256	27,03770032	1,10857E-06	
Residual	97	0,039231139	0,000404445			
Total	98	0,050166395				

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,001212457	0,002041521	0,593898834	0,553962298	-0,002839398	0,005264312	-0,002839398	0,005264312
X Variable 1	0,618835535	0,119011895	5,199778872	1,10857E-06	0,382629869	0,855041202	0,382629869	0,855041202

SUMMARY OUTPUT 2017

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,60378202
R Square	0,364552728
Adjusted R Square	0,358068572
Standard Error	0,021663116
Observations	100

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,026384493	0,026384493	56,22207992	2,9374E-11
Residual	98	0,045990478	0,000469291		
Total	99	0,072374971			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-0,00211505	0,002250518	-0,93980447	0,349628547	-0,006581125	0,002351032	-0,006581125	0,002351032
X Variable 1	0,991334547	0,132210756	7,49813843	2,9374E-11	0,728966605	1,253702488	0,728966605	1,253702488

13.3 Como impacta el precio estimado al ponderar la estimación de ingresos

En este capítulo se muestra el resultado en el precio al ponderar en un porcentaje la proyección de los ingresos proyectados para los años 2020 al 2024, dejando todos los otros parámetros iguales.

En la siguiente tabla se muestra los ingresos por ventas proyectado originalmente:

Tabla 56. Ingresos por ventas reales proyectados 2020-2024

Tasas de crecimientos reales proyectados		Chile	Negocios Internacionales	Vinos	Otros	
	2020	-4,9%	-20,7%	0,1%	0%	
	2021	-1,1%	-14,5%	-5,1%	0%	
	2022	1,0%	-5,0%	-2,0%	0%	
	2023	1,0%	-6,0%	-1,5%	0%	
	2024	0,5%	-1,0%	-2,5%	0%	
Promedio		-0,7%	-9,4%	-2,2%		
Ingresos proyectados MUF						Total
Año base	2019	41.127	16.407	7.500	-656	64.378
	2020	39.112	13.011	7.507	-656	58.974
	2021	38.682	11.124	7.125	-656	56.274
	2022	39.068	10.568	6.982	-656	55.963
	2023	39.459	9.934	6.877	-656	55.614
	2024	39.656	9.835	6.705	-656	55.540

Fuente: Elaboración propia

En la siguiente tabla se muestra el resultado de ponderar en +20% los ingresos por venta de la proyección inicial.

Tabla 57. Ingresos por ventas reales proyectados 2020-2024. Ponderado en +20% los ingresos proyectados.

Tasas de crecimientos reales proyectados		Chile	Negocios Internacionales	Vinos	Otros	
	2020	-5,9%	-24,8%	0,1%	0%	
	2021	-1,3%	-17,4%	-6,1%	0%	
	2022	1,2%	-6,0%	-2,4%	0%	
	2023	1,2%	-7,2%	-1,8%	0%	
	2024	0,6%	-1,2%	-3,0%	0%	
Promedio		-0,8%	-11,3%	-2,6%		
Ingresos proyectados MUF						Total
Año base	2019	41.127	16.407	7.500	-656	64.378
	2020	38.709	12.332	7.509	-656	57.893
	2021	38.198	10.186	7.049	-656	54.777
	2022	38.656	9.575	6.880	-656	54.455
	2023	39.120	8.885	6.756	-656	54.106
	2024	39.355	8.779	6.554	-656	54.031

Fuente: Elaboración propia

Se entrega el siguiente resultado de ponderar los ingresos en un +20%:

Tabla 58. Valorización Económica CCU S.A. Aumentando en un 20% los ingresos proyectados.

Valorización Económica de CCU S.A	
Valor de los activos operacionales	124.150
Activos prescindibles	6.154
Exceso(déficit) capital de trabajo	352
Valor Total de los activos	130.656
Deuda financiera	-11.662
Patrimonio económico MUF	118.994
Número de acciones	369.502.872
Precio de la acción en UF	0,322037
Precio de la acción en CLP	9.117
Precio real de la acción al 31 de diciembre 2019	7.370
Diferencia	24%

Fuente: Elaboración propia

En la siguiente tabla se muestra el resultado de ponderar en -20% los ingresos por venta de la proyección inicial.

Tabla 59. Ingresos por ventas reales proyectados 2020-2024. Resultado de disminuir en un 20% los ingresos proyectados.

Tasas de crecimientos reales proyectados		Chile	Negocios Internacionales	Vinos	Otros	
2020		-3,9%	-16,6%	0,1%	0%	
2021		-0,9%	-11,6%	-4,1%	0%	
2022		0,8%	-4,0%	-1,6%	0%	
2023		0,8%	-4,8%	-1,2%	0%	
2024		0,4%	-0,8%	-2,0%	0%	
Promedio		-0,6%	-7,6%	-1,8%		
Ingresos proyectados		MUF				Total
Año base	2019	41.127	16.407	7.500	-656	64.378
	2020	39.515	13.690	7.506	-656	60.055
	2021	39.167	12.102	7.200	-656	57.813
	2022	39.480	11.618	7.084	-656	57.527
	2023	39.796	11.060	6.999	-656	57.200
	2024	39.955	10.972	6.859	-656	57.131

Fuente: Elaboración propia

Se entrega el siguiente resultado de la valorización económica al ponderar los ingresos en -20%:

Tabla 60. Valorización Económica CCU S.A. Resultado de ponderar en -20% los ingresos proyectados.

Valorización Económica de CCU S.A	
Valor de los activos operacionales	130.901
Activos prescindibles	6.154
Exceso(déficit) capital de trabajo	-184
Valor Total de los activos	136.871
Deuda financiera	-11.662
Patrimonio económico MUF	125.209
Número de acciones	369.502.872
Precio de la acción en UF	0,338858
Precio de la acción en CLP	9.593
Precio real de la acción al 31 de diciembre 2019	7.370
Diferencia	30%

Fuente: Elaboración propia

En la siguiente tabla, se muestra el resumen de ponderar los ingresos por ventas proyectado:

Tabla 61. Resumen de ponderar en +/-20% los ingresos proyectados

Valorización Económica de CCU S.A	-20%		20%
Valor de los activos operacionales	130.901	127.448	124.150
Activos prescindibles	6.154	6.154	6.154
Exceso(déficit) capital de trabajo	-184	84	352
Valor Total de los activos	136.871	133.686	130.656
Deuda financiera	-11.662	-11.662	-11.662
Patrimonio económico MUF	125.209	122.024	118.994
Número de acciones	369.502.872	369.502.872	369.502.872
Precio de la acción en UF	0,338858	0,330238	0,322037
Precio de la acción en CLP	9.593	9.349	9.117
Precio real de la acción al 31 de diciembre 2019	7.370	7.370	7.370
Diferencia	30%	27%	24%

Fuente: Elaboración propia

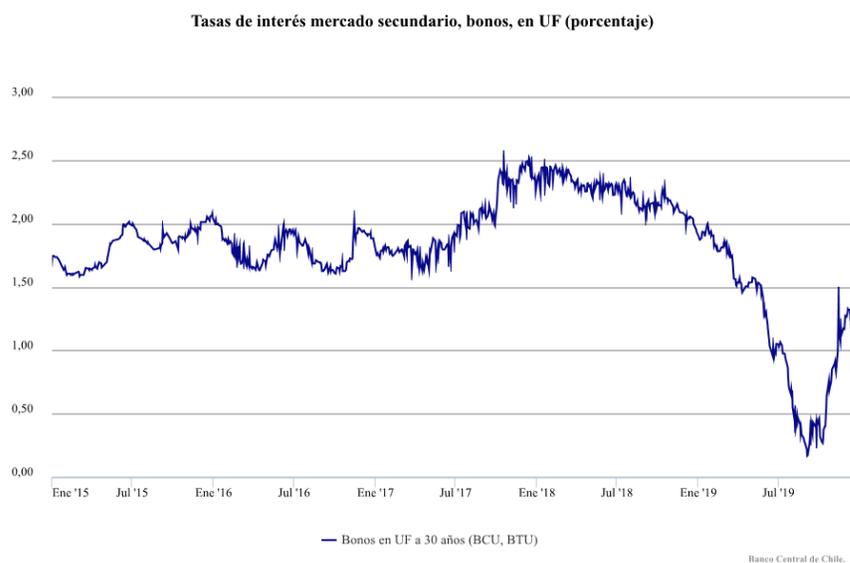
13.4 Como impacta el precio estimado al cambiar la tasa de libre riesgo por una tasa libre de riesgo promedio de largo plazo

Debido a que la tasa de interés libre de riesgo es una variable fundamental del modelo CAPM y dado que el beta de la empresa ha sido menor a 1 en los últimos años, esta variable influye en el resultado de la tasa de costo capital. Se analiza el comportamiento de la tasa libre de riesgo BCU-30 dado el actual escenario de tasas de interés bajas.

La agresividad con que el Banco Central redujo la TPM podría explicar porque en Chile las tasas reales largas, y con ello la tasa libre de riesgo cayeron, acercándose a cero. La respuesta del Banco Central en Chile a la baja internacional fue exagerada porque generó una sobre reacción del mercado financiero. La reducción de 100 puntos base de la TPM en cuestión de tres meses y la anunciada disposición a seguir actuando de la misma forma llevó a las tasas de los bonos BCU a 30 años se ubicarán cercano a cero en septiembre de 2019 y los primeros días de octubre.

En la siguiente figura se muestra la evolución de la tasa del bono en UF a 30 años en el mercado secundario.

Gráfico 21. Tasa de interés mercado secundario BCU-30



Fuente: Banco Central de Chile

Se determina la tasa promedio BCU-30 para diferentes plazos, a partir del 31 de diciembre 2019.

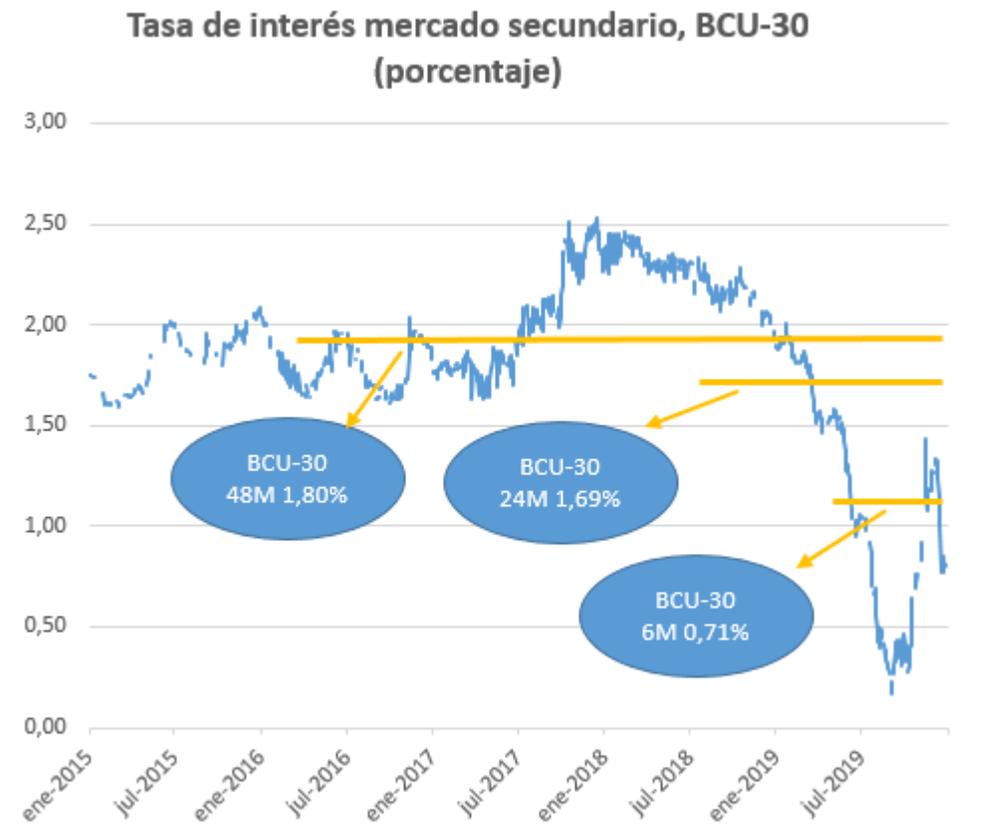
Tabla 62. Tasa promedio BCU-30

Promedio tasa BCU	1M	2M	3M	6M	12M	24M	36M	48M	60M
Promedio	1,05	1,07	0,28	0,71	1,17	1,69	1,80	1,80	1,80

Fuente: Elaboración propia

En el siguiente gráfico se muestra la tasa promedio para 6 meses, 24 meses y 48 meses:

Gráfico 22. Promedio de tasas BCU-30 para distintos plazos



Fuente: Elaboración propia. Banco Central de Chile

Si se considera, que a partir de la tasa promedio 36M para el bono BCU-30 captura mejor la tasa de libre de riesgo de largo plazo, se eliminarían las fluctuaciones transitorias del mercado.

Si se reemplaza la tasa de libre riesgo de 0,80%, utilizada en el capítulo 6.2, por la tasa promedio 36M de 1,80%, se obtiene una tasa WACC de 4,97%, no se modifican los otros parámetros.

En la siguiente tabla se muestra el resultado al cambiar la tasa de libre riesgo y ponderar los ingresos proyectados en +/-20%:

Tabla 63. Resultado de ponderar el ingreso proyectado con una tasa de libre de riesgo promedio.

Valorización Económica de CCU S.A	-20%		20%
Valor de los activos operacionales	106.103	103.318	100.654
Activos prescindibles	6.154	6.154	6.154
Exceso(déficit) capital de trabajo	-184	84	352
Valor Total de los activos	112.073	109.556	107.160
Deuda financiera	-11.662	-11.662	-11.662
Patrimonio económico MUF	100.411	97.894	95.498
Número de acciones	369.502.872	369.502.872	369.502.872
Precio de la acción en UF	0,271747	0,264935	0,258451
Precio de la acción en CLP	7.693	7.500	7.317
Precio real de la acción al 31 de diciembre 2019	7.370	7.370	7.370
Diferencia	4%	2%	-1%

Fuente: Elaboración propia

El precio calculado, usando la tasa de libre riesgo promedio, entrega como resultado un valor cercano al precio de mercado de la acción para el día de la valorización.