



VALORACIÓN COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A.

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

Alumno: Paola Ponce Flores

Profesor Guía: Guisela Gallardo Pilar

Santiago, Marzo de 2016

Quisiera dedicar este trabajo a mi madre, quien me acompaño en este proceso de mi vida y a mi pareja Francisco, quien me entrego todo el apoyo y el empuje necesario para finalizar esta etapa.

TABLA DE CONTENIDOS

1. METODOLOGÍA	5
2. DESCRIPCIÓN DE CCU E INDUSTRIA	10
3. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE CCU	25
4. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE CCU.....	28
5. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y EL COSTO DE CAPITAL DE CCU	29
6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA	32
7. PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS.....	48
8. PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA LIBRE	50
8.2. VALORACIÓN ECONÓMICA DE CCU Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN.....	53
9. CONCLUSIONES	54

RESUMEN EJECUTIVO

En el siguiente trabajo se realizó una valoración económica de la empresa Compañía Cervecerías Unidas S.A. La metodología utilizada es la de flujos de caja descontados.

CCU es una empresa diversificada de bebidas, con operaciones principalmente en Chile, Argentina y Uruguay. Sus títulos se transan en las bolsas Chilenas y en la Bolsa de Nueva York (NYSE).

CCU es el mayor cervecero chileno, el segundo cervecero en Argentina, el segundo mayor productor de bebidas gaseosas en Chile, el segundo mayor productor de vinos, el mayor embotellador de agua mineral y néctares en Chile, el mayor distribuidor de pisco y también participa en el negocio de HOD, ron y confites en Chile.

CCU cuenta con un sólido respaldo y consistencia en sus estados de resultados y con la implementación del método de valoración de flujos de caja descontados bajo la restricción de no tener oportunidades de crecimiento, el valor de la acción que nos entrega este modelo cumple satisfactoriamente las expectativas generadas primitivamente y es una clara señal de tomar la opción de invertir en acciones de esta empresa.

La tasa de costo de capital que se utilizó para realizar esta valoración fue de un 8,29% al 30 de Septiembre de 2013 con un valor de activos de MUF 103.874,71. Este valor de activos sumados al total de activos prescindibles por MUF 755,78 menos el déficit en capital de trabajo por MUF 596,40 y restando la deuda financiera por un monto de MUF 11.741,95 nos otorgó un patrimonio económico de MUF 92.292,14 equivalentes a MM\$ 2.131.120,63 y con un total de 318.502.872 se obtuvo un precio de la acción de \$6.691,06.

1. METODOLOGÍA

El Método de Valoración de Empresas por Flujos de Caja Descontados, se basa en el Modelo de Valoración de Modigliani y Miller (1961), y se complementa con el Modelo de Tasas de descuento de Modigliani y Miller (1963).

El modelo supone que una empresa vale por la capacidad que tiene de generar flujos de caja, de su negocio principal. Este valor tendría dos componentes principales: el valor de lo que generan los activos actuales más el VAN de las oportunidades de inversión. Ambos componentes capturados en el flujo de caja de los activos de la empresa: Flujos de Caja Libre.

Dependiendo del riesgo operacional del negocio, el mercado en que se encuentre y la estructura de endeudamiento que presente la empresa, el costo de oportunidad de estos activos en el largo plazo se denomina el Costo de Capital, tasa de descuento relevante de los activos de la empresa.

El valor de los activos actuales más el VAN de las oportunidades de inversión se estima como el valor presente de los flujos de caja libres descontados al costo de capital pertinente. Si la empresa posee estructura de endeudamiento objetivo se utiliza Costo de Capital Ponderado (k_0), de lo contrario la tasa de descuento relevante será el Costo de Capital sin Deuda (ρ).

El patrimonio económico de la empresa se estima como el valor económico de los activos menos el valor de la deuda financiera y de la deuda subordinada que tenga la empresa a la fecha de valoración.

Supuestos del Modelo

- La empresa opera en un 100% de eficiencia.
- El Flujo de Caja Libre no captura el flujo de activos prescindibles (activos no operacionales de los que la empresa puede prescindir y que tienen valor de mercado por si solos).
- Los flujos permanentes de las empresas no sólo vienen de lo Operacional, sino también de aquellos activos no operacionales que no se consideran prescindibles (ejemplo, arriendo de propiedades de inversión, utilidad de inversión en empresas).

- En firmas del sector financiero (bancos, instituciones financieras, empresas de leasing y cía. de seguros) se requiere obtener el valor presente del flujo de caja de los accionistas.
- No toma en cuenta la capacidad que tiene la firma de hacer frente a los pagos de la deuda en cada momento del tiempo.

Se define el momento cero de la valoración como la fecha de valoración. La proyección se realiza en forma anual a partir de la fecha de valoración. Los Flujos de Caja Libre se proyectan en un horizonte distinto según el tipo de empresa:

- Empresas de Vida Infinita: Corresponde a las empresas que por definición se encuentran en marcha y no tienen vida limitada. La proyección se realiza en dos partes:
 - Periodo Explícito: Proyección de “n” años, 3 a 5 años según las oportunidades de crecimiento de la industria donde se encuentra la empresa.
 - Periodo Permanente: Proyección del Flujo de Caja Libre Permanente, que corresponde al Flujo del año “n+1”, el que de manera conservadora se mantiene constante hasta el infinito.
- Empresas de Vida Finita: Corresponde a las empresas con contrato de concesión, que expiran con la finalización del contrato. La proyección se realiza por todo el periodo concesionado “N”.

La proyección de Flujos de Caja Libre en el periodo explícito incluye Proyección de Ingresos Operacionales, Proyección de Costos operacionales, Proyección de costos y gastos fuera de la operación que afecten la ganancia o pérdida del ejercicio, Proyección de Impuestos considerando la base tributable de la empresa y proyección de inversiones.

El Flujo de Caja Libre (FCL_i) para cada periodo es como sigue:

- + Ingresos Operacionales
- Costos Operacionales
- + Ingresos fuera de la operación afectos a impuestos

- Costos y Gastos fuera de la operación afectos a impuestos
- +/- Ingresos/Gastos por Diferencia de Cambio y/o Resultados por Unidades de Reajuste
- = Ganancia o Utilidad antes de Impuestos
- Gasto por Impuesto a las Ganancias
- = Ganancia o Utilidad del Periodo

AJUSTES

- + Depreciación del Activo Fijo
- + Amortización del Activo Intangible
- Ingresos fuera de la operación afectos a impuestos, después de impuestos
- + Costos y Gastos fuera de la operación afectos a impuestos, después de impuestos
- /+ Ingresos/Gastos por Diferencia de Cambio y/o Resultados por Unidades de Reajuste
- = FLUJO DE CAJA BRUTO
- Inversiones en Activo Fijo
- Inversión en Capital de Trabajo (por variación de las ventas)
- = FLUJO DE CAJA LIBRE

Para el periodo permanente, denominado Flujo de Caja Libre Permanente (FCL_{n+1}), el supuesto es que su Flujo de Caja Bruto es igual al último Flujo de Caja Libre del periodo explícito (FCL_n) y sólo incluye un tipo de inversión, inversión en reposición de los activos que debe ser igual al 100% de la depreciación proyectada anual.

El valor de los activos se estima entonces como el Valor Presente de los Flujos de Caja Libre del periodo explícito, más el valor presente de los Flujos de Caja Libre del periodo permanente, estimado como un Valor Terminal. El Valor terminal se puede estimar con o sin crecimiento.

$$\text{ValordelosActivos} = \sum_{i=1}^n \frac{FCL_i}{(1+k_0)^i} + \frac{VT_n}{(1+k_0)^n}$$

Donde:

Sin crecimiento $VT_n = \frac{FCL_{n+1}}{k_0}$

Con Crecimiento $VT_n = \frac{FCL_{n+1}}{k_0-g}$

$$g = k \cdot k_0^*$$

k : Tasa de retención de utilidades para inversión

k_0^* : TIR de los proyectos de inversión

Restricción: $k_0 > g$

Debido a que el Valor Presente de los Activos no captura los activos prescindibles, se debe sumar al Valor de los Activos el valor de liquidación de los Activos Prescindibles a la fecha de valoración.

Adicionalmente, la empresa a la fecha de valoración puede tener un mayor capital de trabajo operativo que el necesario, Exceso de Capital de Trabajo, o un menor capital de trabajo operativo, Déficit en Capital de Trabajo, en ambos casos este valor debe ser sumado o restado al Valor de los Activos.

Para estimar el Valor del Patrimonio Económico, se debe descontar la Deuda Financiera y la Deuda Subordinada en caso que lo presente la empresa, a la fecha de valoración. La Deuda Financiera corresponde a la deuda a valor libro que paga intereses registrada a la fecha de valoración. La Deuda Subordinada corresponde a cuentas por pagar de largo plazo a entidades relacionadas, a su valor libro registrada a la fecha de valoración.

Finalmente, el Patrimonio Económico se calcula como:

+ Valor de los Activos

+ Activos Prescindibles

+/- Exceso/Déficit en Capital de Trabajo
- Deuda Financiera
- Deuda Subordinada
= Patrimonio Económico

El Precio de Mercado de la acción a la fecha de valoración se estima como el Patrimonio Económico dividido por el total de las acciones en circulación.

2. DESCRIPCIÓN DE CCU E INDUSTRIA

2.1. DESCRIPCIÓN DE CCU

Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU) fue constituida en Chile como sociedad anónima abierta, y se encuentra inscrita en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS), bajo el N° 0007 y consecuentemente está sujeta a su fiscalización. Cotiza sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile, Bolsa Electrónica de Chile y Bolsa de Corredores de Valparaíso. La Compañía también se encuentra registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos de Norteamérica (Securities and Exchange Commission) y cotiza sus American Depositary Shares (ADS) en la Bolsa de Nueva York (NYSE).

Compañía Cervecerías Unidas S.A es una empresa diversificada de bebidas, con operaciones principalmente en Chile, Argentina y Uruguay.

CCU es el mayor cervecero chileno, el segundo cervecero en Argentina, el segundo mayor productor de gaseosas en Chile, el segundo mayor productor de vinos en Chile, el mayor embotellador de agua mineral y néctares en Chile y uno de los mayores fabricantes de pisco en Chile. También participa en el negocio de Home and Office Delivery (“HOD”), un negocio de entrega a domicilio de agua purificada en botellones mediante el uso de dispensadores, en la industria del ron y en los confites en Chile.

Participa en la industria de las sidras, licores y vinos en Argentina y también participa en la industria de aguas minerales y gaseosas en Uruguay.

En Chile y el extranjero, CCU y sus filiales son titulares de diversas marcas registradas, bajo las cuales comercializan sus productos. En el mercado nacional, su portafolio de marcas en el rubro de cervezas está integrado entre otras por Cristal, Cristal Light, Cristal Cer0°0, Escudo, Kunstmann, Austral, Dolbeck, Royal Guard, Royal Light, Morenita, Dorada y LemonStones. Es titular de licencia exclusiva para producir y comercializar Heineken. En cuanto a la cerveza Budweiser, en Chile la Compañía es el distribuidor exclusivo en Chile.

En Argentina, CCU produce cervezas en sus plantas ubicadas en las ciudades de Salta, Santa Fe y Luján. Sus principales marcas son Schneider, Santa Fe, Salta, Córdoba, Imperial, Bieckert y

Palermo, y es titular de contratos de licencia exclusiva para la producción y comercialización de Budweiser, Heineken, Amstel y Otro Mundo.

Asimismo, CCU importa las marcas Birra Moretti, Corona, Guinness, Negra Modelo y Kunstmann.

Del mismo modo, exporta cerveza a diversos países, principalmente bajo las marcas Schneider, Heineken y Budweiser. Adicionalmente, CCU participa en el negocio de la sidra, teniendo el control de Sáenz Briones y de Sidra La Victoria. Asimismo, participa en el negocio de licores, los que se comercializan bajo la marca El Abuelo.

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

Dentro del segmento de no alcohólicos en Chile, CCU cuenta con las marcas Bilz, Bilz Light, Pap, Pap Light, Kem, KemXtreme, KemXtremeGirl, Nobis, Cachantun, Cachantun Light, Cachantun Más y Porvenir.

En cuanto a la categoría HOD, CCU cuenta con la marca Manantial. La Compañía, directamente o a través de sus filiales, tiene contratos de licencia respecto de las marcas y productos Pepsi, Crush, CanadaDry Limón Soda, Ginger Ale y Agua Tónica, Gatorade, Sobe Adrenaline Rush, Lipton Ice Tea, Nestlé PureLife, Perrier y Watt's.

En el segmento de licores en Chile, en la categoría del pisco, CCU posee las marcas Mistral, Ruta, Control, La Serena, Campanario y sus respectivas extensiones; Tres Erres y Horcón Quemado. Adicionalmente, tiene la licencia exclusiva para producir y comercializar en Chile pisco bajo la marca Bauzá.

En la categoría de ron, la Compañía cuenta con las marcas Sierra Morena y sus extensiones y Cabo Viejo.

En la categoría de licores, cuenta con las marcas Fehrenberg y es distribuidor exclusivo en Chile de los productos PernodRicard en el canal tradicional.

En el segmento vinos, CCU a través de su filial Viña San Pedro Tarapacá S.A. ("VSPT") elabora vinos y espumantes, los cuales se comercializan en el mercado nacional y extranjero exportando

a más de 80 países. Sus principales marcas son Cabo de Hornos, Tierras Moradas, “1865”, Castillo de Molina, Kankana del Elqui, 35 Sur, Gato, Gato Negro, Las Encinas, Urmeneta, Manquehuito, Altaïr, Sideral, Supremo, La Celia, La Consulta, Leyda, el portafolio de Viña Santa Helena S.A. que comprende su línea “Cuatro Estaciones” formada por Vernus, Notas de Guarda y D.O.N. (De Origen Noble), que se suman a Selección del Directorio, además de Santa Helena Reserva, Parras Viejas, Siglo de Oro y Gran Vino.

El portafolio de marcas adquiridas vía fusión por absorción de Viña Tarapacá ex Zavala S.A., incluye: Gran Tarapacá, Tarapacá Reserva, León de Tarapacá, Tarapacá Plus, Tara Pakay, Etiqueta Negra, Gran Reserva, Zavala, Misiones de Rengo, Viña Mar, Casa Rivas y Tamarí, entre otros.

En el negocio de los snacks dulces en Chile, los diversos productos se elaboran bajo las marcas Calaf, comprendiendo entre ellas la marca Duetto y otras marcas bajo las cuales se elaboran algunas líneas de galletas. Adicionalmente, la Compañía posee otras marcas específicas de cada producto.

La sociedad coligada Foods Compañía de Alimentos CCU S.A. (“Foods”) es también dueña de la marca Natur y participa de la marca Nutrabien.

Ficha de la Empresa

	<i>Observaciones</i>
Razón Social	COMPAÑIA CERVECERIAS UNIDAS S.A.
Rut	90.413.000-1
Nemotécnico	CCU
Industria	Alimenticias y Bebidas
Regulación	CCU se encuentra inscrita en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS), bajo el N° 0007 y consecuentemente está sujeta a su fiscalización
12 Mayores Accionistas	Información de los 12 principales accionistas según datos entregados por la SVS INV Y RENTAS S.A 53,16% J P MORGAN CHASE BANK 13,33%

BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	7,97%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	7,58%
INV IRSA LTDA	6,84%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	2,29%
AFP PROVIDA S.A. PARA FONDO DE PENSIÓN C	0,77%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.	0,64%
BANCO SANTANDER-HSBC BANK PLC LONDON	0,63%
LARRAIN VIAL CORREDORES DE BOLSA	0,45%
BTG PACTUAL CHILE CORREDORES DE BOLSA	0,44%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO	0,37%

CCU es una empresa diversificada de bebidas, con operaciones principalmente en Chile, Argentina, Uruguay y Paraguay. CCU es el mayor cervecero chileno, el segundo mayor productor de bebidas gaseosas y el mayor embotellador de aguas y néctares en Chile, el segundo mayor cervecero en Argentina, el tercer mayor productor de vinos domésticos en Chile y el mayor distribuidor de pisco. También participa en el negocio de HOD, ron y confites en Chile, en el negocio de la cerveza, bebidas gaseosas y aguas en Uruguay, y en el negocio de la cerveza, bebidas gaseosas, aguas y néctares en Paraguay. La Compañía tiene contratos de licencia con Heineken Brouwerijen B.V., Anheuser-Busch Incorporated, PepsiCo Inc., Schweppes Holdings Limited, Guinness Brewing Worldwide Limited, Société des Produits Nestlé S.A., Pernod Ricard y CíaPisquera Bauzá S.A.

FILIALES CCU

CCU cuenta con filiales y empresas coligadas tanto en Chile como en el extranjero, las cuales se describen a continuación:

I. FILIALES EN CHILE

- AGUAS CCU-NESTLE CHILE S.A. (CACHANTUN S.A.)

El objeto de esta 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.

- CCU INVERSIONES S.A.

El objeto de la sociedad la inversión en sociedades dedicadas a: la elaboración, envase, compra, venta, distribución, importación, exportación y comercialización de toda clase de bebidas alcohólicas, analcohólicas, aguas minerales, jugos, néctares, concentrados, así como toda clase alimentos, de las materias primas necesarias para su elaboración, de envases de todo tipo y de otros bienes corporales muebles que digan relación con la industria de las bebidas y alimentos; la prestación de servicios de venta, comercialización, distribución, transporte y bodegaje; servicios de asesoría y administración en materia de otorgamiento de créditos, recaudación, pago, cobranza y demás funciones de tesorería y caja; servicios de instalación, retiro, mantención y reparación de máquinas conservadoras, enfriadoras y/o expendedoras de bebidas alcohólicas, analcohólicas y alimentos en general.

- CCU INVERSIONES II LIMITADA

El objeto de la sociedad es efectuar toda clase de inversiones en el exterior, en cualquier tipo de bienes, instrumentos financieros y efectos de comercio y, en particular, en acciones o derechos sociales de compañías constituidas en el exterior, todo ello a fin de percibir los frutos o rentas originados por éstas.

- CERVECERA CCU CHILE LIMITADA

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

- CERVECERÍA BELGA DE LA PATAGONIA S.A.

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

- COMERCIAL CCU S.A.

Esta filial desarrolla la comercialización multicategoría en ciertas zonas del país.

- COMERCIAL PATAGONA LIMITADA.

Esta sociedad desarrolla actividades de comercialización de bebidas alcohólicas, analcohólicas y confites elaborados y/o comercializados por empresas relacionadas de CCU o terceros.

- COMPAÑÍA CERVECERA KUNSTMANN S.A.

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

- COMPAÑÍA PISQUERA DE CHILE S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado y comercialización de pisco y licores bajo marcas propias, contratos de licencia o de distribución.

- CRECCU S.A.

Esta filial 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.

- 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 distribución.

- FABRICA DE ENVASES PLASTICOS S.A.

Esta sociedad elabora envases y tapas plásticas.

- INVERSIONES INVEX CCU DOS LIMITADA.

Esta sociedad realiza inversiones civiles pasivas en el exterior, en particular, en acciones o derechos sociales de compañías constituidas en el extranjero.

- INVERSIONES INVEX CCU LIMITADA.

Esta sociedad realiza inversiones civiles pasivas en el exterior, en particular, en acciones o derechos sociales de compañías constituidas en el extranjero.

- INVERSIONES INVEX CCU TRES LIMITADA.

El objeto de la sociedad es la 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.

- 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 (HOD).

- MILLAHUE S.A.

El objeto de la sociedad es la explotación de la fuente de agua mineral denominada Cachantun, ubicada en la comuna de Coinco, en la Sexta Región, y otras fuentes de agua mineral; la fabricación, distribución y comercialización de toda clase de productos naturales, bebidas analcohólicas 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

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.

- TRANSPORTES CCU LIMITADA.

Esta filial es la encargada de administrar los servicios y logística de transporte y distribución a las diversas Unidades Estratégicas de Negocios (UENs).

- VENDING Y SERVICIOS CCU LIMITADA.

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.

- VIÑA ALTAIR S.A.

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

- VIÑA DEL MAR DE CASABLANCA 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 (Viña San Pedro Tarapacá S.A.).

- VIÑAS ORGANICAS S.P.T. 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 (Viña San Pedro Tarapacá S.A.).

- VIÑA SAN PEDRO TARAPACA S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado, venta, distribución promoción y comercialización de vinos, espumantes y coolers bajo marcas propias o licenciadas para el mercado doméstico y exportaciones.

- VIÑA SANTA HELENA 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 (Viña San Pedro Tarapacá S.A.).

- 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 (Viña San Pedro Tarapacá S.A.).

- VITIVINICOLA DEL MAIPO S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades adquisición y desarrollo de marcas comerciales y la explotación de las mismas a través del otorgamiento de una licencia a su matriz (Viña San Pedro Tarapacá S.A.).

II. FILIALES EN EL EXTRANJERO

- ANDINA DE DESARROLLO S.A.

La sociedad es titular de un inmueble rural en la Provincia de Salta Argentina.

- ANDRIMAR S.A.

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

- BEBIDAS DEL PARAGUAY

La actividad principal de esta sociedad es la elaboración y distribución de bebidas con y sin alcohol.

- CCU CAYMAN LIMITED

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

- CCU INVESTMENTS LIMITED

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

- COMPAÑIA CERVECERIAS UNIDAS ARGENTINA S.A.

La sociedad desarrolla actividades de inversión en acciones y derechos sociales (Compañía Industrial Cervecera S.A., Doña Aida S.A. y Don Enrique Pedro S.A.)

- COMPAÑIA INDUSTRIAL CERVECERA S.A.

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

- CORALINA S.A.

La sociedad desarrolla actividades de inversión en inmuebles en los cuales se asienta la actividad de Miltur S.A.

- DOÑA AIDA S.A

La sociedad desarrolla actividades de inversión en acciones y/o derechos sociales (Sáenz Briones y Cía. S.A.I.C.)

- DON ENRIQUE PEDRO S.A.

La sociedad desarrolla actividades de inversión en acciones (Sidra La Victoria S.A.).

- FINCA EUGENIO BUSTOS S.A

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado, venta, promoción y comercialización de vinos argentinos bajo marcas propias para el mercado doméstico y exportaciones.

- FINCA LA CELIA S.A.

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado, venta, promoción y comercialización de vinos argentinos bajo marcas propias o por medio de contratos de licencia o distribución para el mercado doméstico y exportaciones.

- MARZUREL S.A.

La sociedad es titular de las marcas registradas para la comercialización de los productos de Milotur S.A.

- MILOTUR S.A.

La sociedad desarrolla actividades de extracción, envasado y comercialización de agua mineral y otras bebidas no alcohólicas elaboradas a partir del agua extraída.

- SÁENZ BRIONES Y CÍA. S.A.I.C.

Esta sociedad elabora y comercializa sidras y otras bebidas alcohólicas fermentadas a partir de fruta.

- SAINT JOSEPH INVESTMENTS LIMITED.

Esta filial desarrolla actividades de inversión de carácter financiero.

- SIDRA LA VICTORIA S.A.

Esta sociedad elabora y comercializa sidras y otras bebidas alcohólicas fermentadas a partir de fruta.

- SOUTHERN BREWERIES ESTABLISHMENT

Esta filial desarrolla actividades de inversión de carácter financiero.

- SOUTH INVESTMENTS LIMITED

Esta filial desarrolla actividades de inversión de carácter financiero.

- VSPT LIMITED

La Sociedad tiene por objeto la venta, distribución, importación y exportación, por cuenta propia o en representación de terceros, de bebidas alcohólicas.

III. COLIGADAS EN CHILE

- ALIMENTOS NUTRABIEN S.A.

La sociedad tiene por objeto la fabricación y producción artesanal e industrial de comidas y alimentos para consumo humano y la comercialización y distribución de estos productos al detalle o al por mayor. También podrá prestar asesorías profesionales en áreas de marketing, comercialización, ventas, administración de empresas y servicios computacionales.

- BEBIDAS CCU-PEPSICO SPA

El objeto de la sociedad es la fabricación, producción, elaboración, transformación, distribución, transporte, importación, exportación, compra, venta, y comercialización en general, en cualquier forma y a cualquier título, de todo tipo de concentrados y jarabes utilizados para la elaboración de bebidas de fantasía a base de agua carbonatada, y de materias primas o semi-elaboradas.

- CERVECERIA AUSTRAL S.A.

Esta sociedad elabora, envasa y comercializa cervezas bajo la marca Austral e Imperial.

- COMPAÑÍA PISQUERA BAUZÁ S.A.

El objeto de la sociedad es la administración y explotación, en Chile, de derechos de propiedad industrial o intelectual relativos a la propiedad de la marca Bauzá.

- FOODS COMPAÑIA 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 dulces.

- PROMARCA S.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).

IV. COLIGADAS EN EL EXTRANJERO

- DISTRIBUIDORA DEL PARAGUAY S.A

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

- LOS HUEMULES S.R.L.

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.

2.2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA

A nivel mundial, las tres compañías que se ubican entre las cerveceras más grandes en términos de ventas son AB InBev, SAB Miller y Heineken, las que en conjunto mantienen sobre el 35% del mercado en ventas de cervezas.

La presencia de estas cerveceras a nivel latinoamericano se describe en los puntos siguientes:

- AB Inbev participa y controla gran parte del mercado brasileño a través de AmBev. En Chile tiene participación a través de Cervecerías Chile S.A. y en Argentina a través de Quilmes Industrial S.A. Durante el 2013, AB InBev cerró la adquisición de la cervecera mexicana Modelo.
- SAB Miller tiene participación en Colombia, Perú, Ecuador y Centroamérica, a través de Bavaria. Además participa en el mercado argentino a través de Isenbeck.
- Heineken, tiene participación en Chile y Argentina a través de CCU. Adicionalmente participa en la industria mexicana y brasileña (a través de FEMSA).

En Chile, la industria de la cerveza la lidera CCU, empresa ligada a Heineken, siendo su principal competidor Cervecerías Chile S.A., una filial de Quilmes Industrial S.A., la mayor cervecera argentina y, desde enero de 2007, una filial de AmBev.

La industria muestra una fuerte concentración, con una estrategia de crecimiento donde destaca la adquisición decerveceras de menor tamaño. Otra característica de la industria, es la guerra de precios que se ha observado durante algunos períodos entre filiales de estas cerveceras de mayor tamaño.

En Chile, la industria cervecera o de alcoholes en general, se ha visto impactada durante los últimos años con algunas legislaciones. Al respecto, en marzo de 2012 el Congreso promulgó la Ley 20.580, que modifica el límite de alcohol permitido en la sangre al conducir, aumentando las sanciones asociadas al manejo en estado de ebriedad o bajo influencia del alcohol.

2.3.COMPARABLES

Nombre de la Empresa	EMBOTELLADORA ANDINA S.A.
Ticker o Nemotécnico	ANDINA
Descripción de la Empresa (profile)	Embotelladora Andina S.A. (“Coca-Cola Andina”) es uno de los tres mayores embotelladores de Coca-Cola en América Latina, atendiendo territorios franquiciados con casi 55 millones de habitantes, en los que entregó más de 4.250 millones de litros de bebidas gaseosas, jugos y aguas embotelladas en 2013. Coca-Cola Andina tiene la franquicia para producir y comercializar los productos Coca-Cola en ciertos territorios de Argentina, Brasil, Chile y en todo el territorio de Paraguay.

3. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE CCU

Según lo informado por la SVS, la compañía CCU mantiene vigente y colocadas las siguientes series de bonos:

	<i>Observaciones</i>
Bono	H
Nemotécnico	BCERV-H
Fecha de Emisión	15 de marzo de 2009
Valor Nominal (VN o D)	5.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15 de marzo de 2030
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	4,25%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	No existe periodo de gracia pero si contempla la opción del emisor de rescatar anticipada y voluntariamente en forma total o parcial desde el 15 de marzo de 2019.
Motivo de la Emisión	Los fondos provenientes de la colocación de la emisión serie H serán destinados en un 100% a la refinanciación de pasivos del emisor.
Clasificación de Riesgo	FellerRate Clasificadora de Riesgo Ltda

	Categoría AA ICR Clasificadora de Riesgo Ltda. Categoría AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,30%
Precio de venta el día de la emisión.	El día de la emisión se colocaron 2.000.000 UF y el valor de esto fue \$41.746.327.854.- Se transó bajo la par.
Valor de Mercado	99,41%

	<i>Observaciones</i>
Bono	E
Nemotécnico	BCERV-E
Fecha de Emisión	01 de Diciembre de 2004
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01 de diciembre de 2024
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	4,0%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	40

Periodo de Gracia	No se indica que exista período de gracia.
Motivo de la Emisión	Los fondos provenientes de la colocación de la emisión serie H serán destinados en un 100% a la refinanciación de pasivos del emisor.
Clasificación de Riesgo	ICR Clasificadora de Riesgo Ltda. Categoría AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,34%
Precio de venta el día de la emisión.	El día de la emisión se colocaron 2.000.000 UF y el valor de esto fue \$33.635.103.042.- Se transó bajo la par.
Valor de Mercado	97,4%

4. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE CCU

4.1 Deuda Financiera de la empresa en UF

Tabla 1: Deuda Financiera de CCU

	dic-2009	dic-2010	dic-2011	dic-2012	sep-2013
Deuda Financiera	11.120.259	10.858.124	11.081.913	11.558.158	11.741.956

4.2 Patrimonio Económico de la empresa en UF

Tabla 2: Patrimonio Económico de CCU

	dic-2009	dic-2010	dic-2011	dic-2012	sep-2013
Patrimonio Económico	60.648.660	84.950.725	97.139.388	105.110.863	92.505.164

4.3 Estructura de Capital Objetivo

Tabla 3: Estructura de Capital de CCU 1

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

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y EL COSTO DE CAPITAL DE CCU

5.1. Estimación del Beta Patrimonial de CCU

Con el fin de estimar el beta patrimonial de la empresa CCU, que es una medida de volatilidad y refleja el riesgo sistemático, se procedió a descargar los precios semanales de cierre entre las fechas 01 de octubre de 2007 al 30 de septiembre de 2013.

Para calcular la regresión del año 2009, se tomaron los retornos desde el 25 de septiembre de 2009 y desde esa fecha hacia atrás, se contaron 105 valores, sin embargo, dado la cantidad de datos, no fue posible llegar a los 105 retornos, por lo que para este año, se consideraron 96 retornos, siendo la fecha inicial 12 de octubre de 2007.

Para el año 2010, se consideraron en la muestra 105 datos, siendo la fecha inicial el día 04 de julio de 2008 y fecha final 24 de septiembre 2010.

En el cálculo de la regresión del año 2011, se consideraron 105 datos, siendo la fecha inicial el día 31 de julio de 2009 y la fecha final el día 30 de septiembre de 2011.

Para el año 2012, se utilizaron 105 datos para calcular la regresión, partiendo el día 03 de septiembre de 2010 y finalizando el día 28 de septiembre de 2012.

Finalmente, para el cálculo de la regresión del año 2013, se utilizaron 105 datos, siendo la fecha inicial el día 02 de septiembre de 2011 y fecha final 27 de septiembre de 2013.

Tabla 4: Beta Patrimonial de CCU utilizando IGPA

	dic-2009	dic-2010	dic-2011	dic-2012	sep-2013
Beta de la Acción	0,9362	0,9125	1,0192	0,7771	0,8807
p-value (significancia)	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,0000
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%	100%

5.2. Estimación del Costo de Capital de CCU

Con el fin de estimar el costo de capital de CCU, se realizan los siguientes supuestos al 30 de septiembre de 2013:

- $R_f = 2,58\%$
- Premio por riesgo = $7,2\%$
- Impuesto = 20%

1. Costo de la Deuda (k_b)

El bono de más largo plazo que tiene la empresa CCU es BCERV-H con un plazo de 21 años y una fecha de vencimiento de 15 de marzo de 2030. Para este instrumento se buscó en Bloomberg la última Yield to Maturity registrada a Septiembre de 2013 y no se observaron valores, por lo que se utilizará la tasa de colocación del bono de $4,25\%$.

2. Beta de la Deuda (β_b)

Utilizando el modelo de CAPM y la tasa de costo de la deuda de $4,25\%$, el beta de la deuda calculado es $0,2319$.

$$\frac{((k_b) - R_f) / PRM}{(4,25\% - 2,58\%) / 7,20\%} = 0,2319$$

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

De acuerdo a la regresión realizada, el beta de la acción al 30 de septiembre de 2013 es $0,8807$.

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

El beta desapalancado de la acción CCU a septiembre de 2013 es $0,8209$.

$$\left(\beta_p^{C/D} + \beta \right) * (1 - TC) * B/P / (1 + (1 - TC) * B/P)$$
$$(0,8807 + 0,2319 * (1 - 20\%) * 0,1269) / (1 + (1 - 20\%) * 0,1269) = 0,8209$$

5. Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

El beta patrimonial con deuda es 0,8833.

$$(\beta_p^{S/D}) * (1 + (1 - TC) * B / P) - (\beta_b) * (1 - TC) * B / P$$
$$0,8209 * (1 + (1 - 20\%) * 0,1324) - (0,2319 * (1 - 20\%) * 0,1324) = 0,8833$$

6. Costo Patrimonial (k_p)

El costo del patrimonio se calcula con la tasa libre de riesgo y la prima por riesgo es 8,94%

$$Rf + PRM * (\beta_p^{C/D})$$
$$2,58\% + 7,20\% * 0,8833 = 8,94\%$$

7. Costo de Capital (k_0)

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estimó el costo de capital de CCU obteniendo un valor de 8,29%

$$(k_p) * (1 - B / V) + (k_b) * (1 - TC) * B / V$$
$$8,94\% * (1 - 11,69\%) + 4,25\% * (1 - 20\%) * 11,69\% = 8,29\%$$

6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

6.1. Análisis de Crecimiento

6.1.1.1. Crecimiento Real de las Ventas

La variación del ingreso por venta desde el año 2009 a septiembre de 2013 se puede observar en el siguiente cuadro resumen:

ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA EMPRESA					
Valores en UF	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-13
Ingresos de actividades ordinarias	37.079.150,29	39.069.533,38	43.489.251,20	47.095.208,96	35.696.148,03
Tasa de Crecimiento Real de las Ventas		5,37%	11,31%	8,29%	
Tasa de Crecimiento Promedio	8,32%				
Tasa de Crecimiento por año	6,16%				

Con el fin de detallar como se compone el ingreso por venta, la empresa CCU, realiza dos segmentaciones, una por ubicación geográfica, siendo históricamente hasta el año 2012 los países de Chile y Argentina, y en el año 2013 se incorporó Uruguay.

La segunda segmentación es por Segmentos Operativos, en donde hasta el año 2012 se componía de cinco: Cervezas en Chile, Cervezas en Argentina, Bebidas sin Alcohol, Vinos, Licores y otros. En el año 2013 la empresa CCU realizó un cambio y definió tres segmentos de negocios y sus operaciones son presentadas en seis segmentos operativos.

Los segmentos de negocios son Chile, que incluye los segmentos operativos de: Cervezas Chile, Bebidas sin Alcohol y Licores. El segmento de negocio Rio de la Plata, está compuesto por los segmentos operativos de CCU Argentina y Uruguay.

Finalmente el segmento de negocio Vinos, corresponde a las ventas generadas por el segmento operativo vinos.

A continuación, se realiza un breve análisis y descripción del ingreso por venta, para cada año y para cada uno de los segmentos definidos por la empresa.

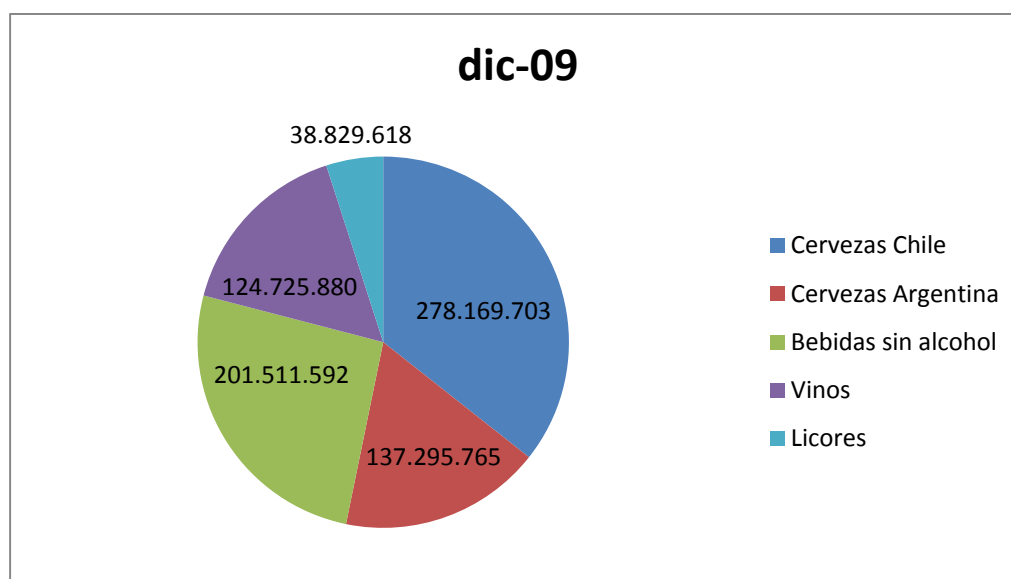
Ingresos por venta año 2009

Registró durante 2009 un aumento respecto del ejercicio anterior de 9,3%, ó \$66.355 millones, alcanzando la suma de \$776.544 millones, debido a un aumento de 3,7% en los volúmenes de venta y de 7,5% en el precio promedio.

Dentro de los principales hitos se encuentran los siguientes:

- En el segmento operativo Cervezas Chile, existió un costo unitario más alto, que se explica por un mayor costo de la malta en dólares y un mayor tipo de cambio promedio.

En el siguiente gráfico se detalla la composición de los ingresos por venta para el año 2009 en miles de pesos.



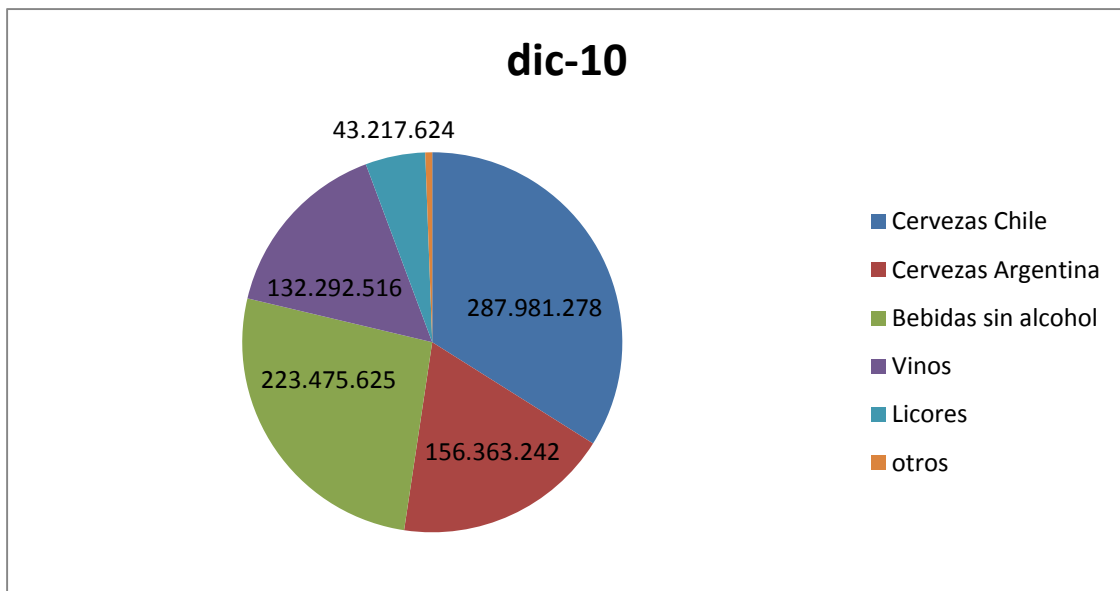
Ingresos por venta año 2010

Registró un aumento respecto del ejercicio anterior de 7,9%, ó \$ 61.714 millones, alcanzando la suma de \$ 838.258 millones, debido a un aumento de 6,2% en los volúmenes de venta y de 1,9% en el precio promedio.

Dentro de los principales hitos se encuentran los siguientes:

- Disminución en las ventas en el mes de marzo para segmento Cervezas Chile, producto de los daños ocasionados por el Terremoto.
- En el segmento operativo Cervezas Chile, hubo un aumento de los precios promedios en 2,4% en el año 2010, pero esto fue compensado por mayores costos de administración y distribución, producto de la inversión de la nueva imagen de Cristal y de las actividades relacionadas con la Copa Mundial de fútbol en Sudáfrica y con los eventos del Bicentenario.

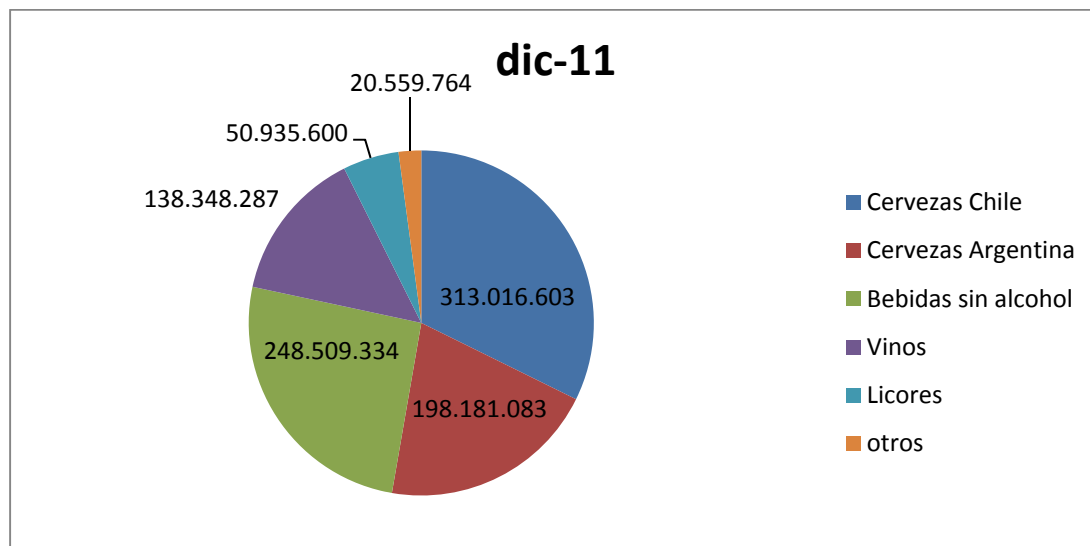
En el siguiente gráfico se detalla la composición de los ingresos por venta para el año 2010 en miles de pesos.



Ingresos por venta año 2011

Registró en 2011 un aumento respecto del ejercicio anterior de 15,7%, ó \$131.293 millones, alcanzando la suma de \$969.551 millones, debido a un aumento de 6,4% en los volúmenes de venta y de 9,0% en el precio promedio.

En el siguiente gráfico se detalla la composición de los ingresos por venta para el año 2011 en miles de pesos.



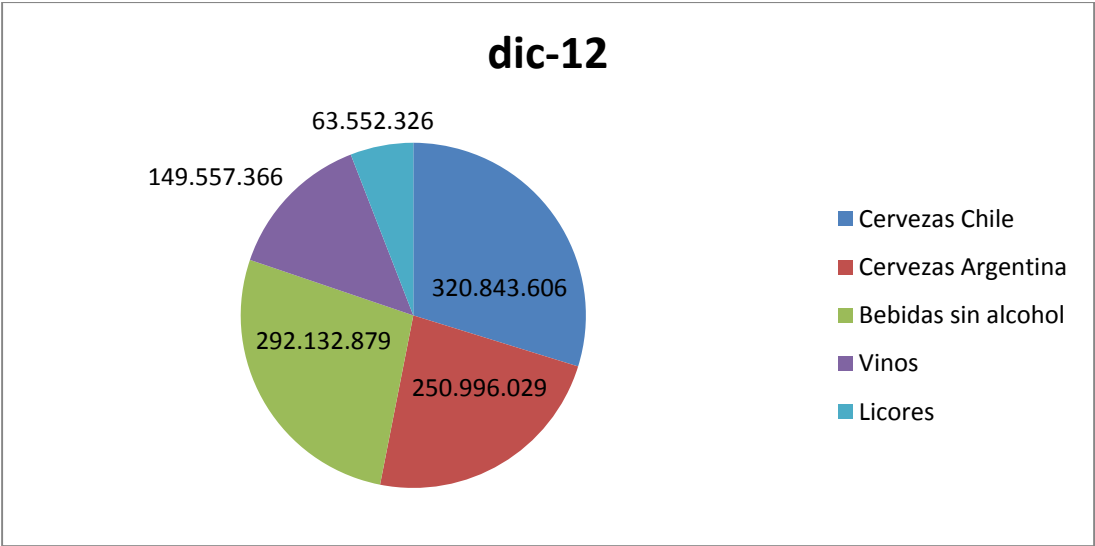
Ingresos por venta año 2012

Registró en 2012 un aumento respecto del ejercicio anterior de 10,9%, ó \$106.139 millones, alcanzando la suma de \$1.075.690 millones, debido a un aumento de 6,4% en los volúmenes de venta y de 4,4% en el precio promedio.

Dentro de los principales hitos se encuentran los siguientes:

- En el primer semestre del año 2012, se vieron afectadas las ventas de las cervezas en Chile, debido a la aplicación de la ley “Tolerancia Cero”.

En el siguiente gráfico se detalla la composición de los ingresos por venta para el año 2012 en miles de pesos.



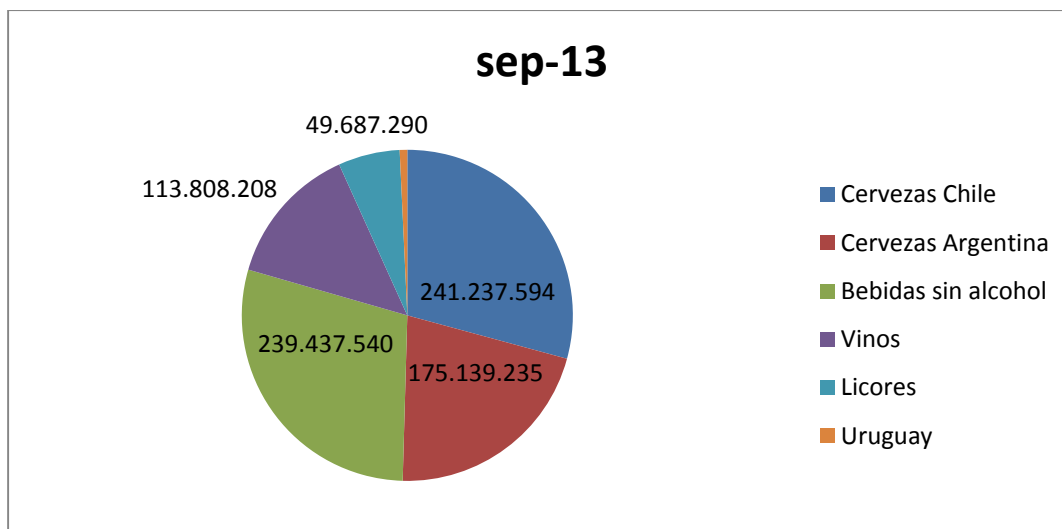
Ingresos por venta a Septiembre 2013

Aumentaron 10,9% a \$824.261 millones como resultado de 11,2% mayores volúmenes, compensados parcialmente por la disminución de 0,3% en el precio promedio.

Como se indico anteriormente, a partir del año 2013, la empresa CCU, detalla sus resultados en 3 segmentos de negocios que contienen 6 segmentos operativos.

Además se incorpora el mercado de cervezas en Uruguay.

En el siguiente gráfico se detalla la composición de los ingresos por venta a septiembre de 2013 en miles de pesos.



6.1.1.2. Crecimiento Real de la Industria

De acuerdo a los datos entregados por La Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA) se puede observar en la Tabla 4, el crecimiento de la industria para los siguientes subsectores en los que participa Compañía Cervecerías Unidas (CCU)

Tabla 4: Tasas de crecimiento de la industria en Chile

Tasas de Crecimiento de la Industria en Chile					
Subsector	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-13
Bebidas Alcohólicas	1,30%	1,60%	1,90%	7,20%	8,00%
Bebidas No Alcohólicas	1,20%	6,60%	5,00%	9,60%	8,90%
Vinos	8,10%	-4,30%	-14,20%	0,90%	16,20%

Para realizar un análisis comparativo de los resultados de CCU, versus la industria, se clasificaron los segmentos operativos de igual forma como lo expresa la industria.

Para esto se agruparon los resultados de los segmentos operativos de bebidas alcohólicas y licores en el subsector de “Bebidas Alcohólicas”

Tabla 5: Tasas de crecimiento de CCU

Tasas de Crecimiento CCU					
	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-13
Bebidas Alcohólicas		14,83%	26,55%	27,27%	65,30%
Bebidas No Alcohólicas		10,90%	11,20%	17,55%	
Vinos		6,07%	4,58%	8,10%	-23,90%

Del análisis anterior, se puede concluir que, exceptuando el mercado de vinos, el crecimiento de la compañía CCU, está muy por sobre al crecimiento de la industria en todos los años revisados.

6.1.1.3. Perspectivas de Crecimiento de la Industria (2013 a 2017)

Según estudios de CorpResearch S.A., el mercado latinoamericano se encuentra en una posición atractiva para los grandes actores de la Industria de Bebestibles, generándose procesos de concentración, absorción de marcas y un permanente esfuerzo por innovar en nuevos productos, formatos que permitan diferenciar y lograr mayores rentabilidades en esta industria.

Se espera que Latinoamérica mantenga tasas de crecimiento en torno al 4% para los próximos 4 años, crecimiento que se hace muy atractivo al comparar estas estimaciones con las de Europa y Estados Unidos, mercados en los que se encuentran los grandes actores mundiales de cervezas y bebidas, lo que entrega un alto potencial de crecimiento para el desarrollo de la industria.

6.1.1.4. Estimaciones de crecimiento industria cervecera.

Las oportunidades de crecimiento se centraran en ofrecer mayor y más variado mix de productos en mercados con alta competencia, además de la introducción de nuevos productos y formatos.

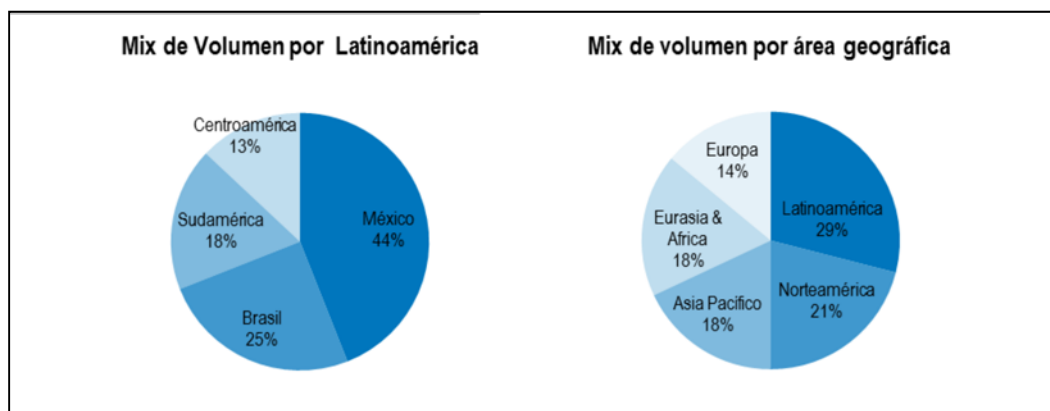
Otra estrategia factible es el crecimiento inorgánico en mercados con bajo nivel de penetración y bajo consumo per cápita, como son Uruguay y Paraguay, donde el consumo de cervezas alcanza

los 31 litros y 37 litros per cápita respectivamente, cifras bajas en relación al promedio de la región.

Una última estrategia de crecimiento sería olvidarse por un momento de la participación de mercado y priorizar la diferenciación que entregan los sectores Premium y artesanales, segmentos que ofrecen mayores márgenes, debido a que pueden cobrar un precio mayor. En este último tiempo las cervecerías artesanales han adquirido importancia debido a que ofrecen productos diferenciadores y únicos. Este segmento es el que ha presentado mayores tasas de crecimiento, haciéndolo atractivo para las compañías de tamaño medio de la industria, ya que la estrategia de los tres grandes actores cerveceros del mundo no es adquirir pequeñas empresas y marcas con poca participación de mercado, definición en la que entrarían las cervecerías artesanales, sino que privilegian crecer en forma rápida en volúmenes y participación de mercado.

6.1.1.5. Estimaciones de crecimiento de bebidas no alcohólicas

El mercado de bebidas carbonatas es dominado por Coca-Cola, compañía con fuerte presencia en Latinoamérica, ya que para ellos esta región representa en términos de volumen de ventas el 29% del volumen total, además de presentar los mayores consumos per cápita, con un consumo promedio en Latinoamérica de 77 litros, superando ampliamente la media mundial que está en torno a los 22 litros per cápita



México sigue registrando el consumo per cápita más alto de la región con 175 litros y representa el 44% del volumen total de ventas en Latinoamérica, seguida de Chile consumo per cápita de 114 litros.

El volumen de ventas de bebidas está muy correlacionado con el crecimiento del PIB en cada país, por lo que buenas tasas de crecimiento en el Consumo y Demanda Interna impactan significativamente en las estimaciones. En la categoría de productos carbonatados (gaseosas), se estima un crecimiento en línea con el PIB, obteniendo un crecimiento anual de 4%, mientras que en las categorías no carbonatadas que incluyen aguas, jugos, bebidas energéticas entre otros, se proyecta un crecimiento para los próximos cuatro años, más agresivo debido a su baja base comparativa en torno al 10%.

6.2. Análisis de Costos de Operación

Los costos de operación de CCU comprenden los siguientes ítems:

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 producción, la depreciación de los envases retornables, los pagos por licencias y los costos operativos y de mantenimiento de plantas y equipos.

Gastos de comercialización (marketing y ventas)

Los gastos de comercialización comprenden, principalmente, gastos de publicidad y promoción, las depreciaciones de activos de venta, gastos de marketing y ventas y el costo de activos de marketing (conjuntos, letreros, neones en instalaciones de clientes), las remuneraciones y compensaciones del personal de marketing y ventas.

Gastos de distribución

Los gastos 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.

Los costos de operación, son segmentados de la misma forma que los ingresos por ventas, es decir, por 5 segmentos operativos hasta el año 2012. Y a partir del año 2013 en tres segmentos de negocios.

En el siguiente cuadro resumen se puede observar la variación de cada uno de los costos para los años 2009 a septiembre de 2013.

Costo de Comercialización, Distribución y Administración					
Valores en Pesos	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-13
Cervezas Chile	-86.071.964.000	-89.203.343.000	-97.195.786.000	-105.512.857.000	-190.635.604.000
Cervezas Argentina	-58.814.012.000	-68.006.318.000	-95.288.612.000	-125.399.631.000	-100.357.833.000
Bebidas sin alcohol	-75.502.932.000	-82.744.870.000	-88.053.382.000	-107.666.627.000	
Vinos	-35.054.774.000	-38.371.656.000	-40.241.921.000	-43.175.330.000	-33.451.334.000
Licores	-11.802.296.000	-14.368.401.000	-15.591.794.000	-18.516.311.000	
otros	-6.344.883.000	-7.964.195.000	-11.991.456.000	-4.972.009.000	-7.632.433.000
Total	-273.590.861.000	-300.658.783.000	-348.362.951.000	-405.242.765.000	-332.077.204.000

Costo de Operación año 2009

Aumentaron en \$22.499 ó 9,0%, no obstante como porcentaje de las ventas netas, éstos disminuyeron de 35,4% a 35,2% en comparación con el año anterior.

Costo de Operación año 2010

Los gastos de Comercialización, Distribución y Administración aumentaron un 0,98% con respecto al año anterior. Siendo el segmento operativo de Licores, en el que se observa un mayor incremento en los costos operacionales.

Costo de Operación año 2011

Los costos de operación para el año 2011 registran un incremento en un 16% con respecto al año 2010. El segmento operativo donde se observa la mayor alza es en Cervezas Argentina.

Costo de Operación año 2012

Para este año, los costos de operación aumentaron un 16% con respecto al año anterior. El segmento operativo donde se registró el mayor incremento en los costos de operación es Cervezas Argentinas, el cual presentó un aumento de un 31%.

Costo de Operación septiembre 2013

Los gastos de Comercialización, Distribución y Administración aumentaron un 17,2% con respecto a septiembre del año 2012. Lo anterior se explica principalmente por mayores gastos de distribución y comercialización en Chile y Argentina, afectados por los altos salarios reales causados por el casi pleno empleo en Chile y el mayor costo de transporte en ambos países.

6.3. Análisis de Cuentas no Operacionales

En la siguiente tabla, se muestran los ingresos y gastos no operacionales que se detallan en el Estado de Resultado de la empresa CCU.

Se puede observar que las cuentas no operacionales, son recurrentes, ya que se presentan todos los años.

Valores en UF	2009	2010	2011	2012	sep-13
Otros ingresos	112.787	113.351	955.964	244.500	99.230
Ingresos financieros	99.125	110.968	317.432	336.796	144.156
Costos financieros	-594.133	-497.241	-646.402	-746.686	-701.807
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	64.420	45.029	47.964	-7.754	6.962
Diferencias de cambio	-66.374	-65.284	-48.381	-43.906	-54.821
Resultados por unidades de reajuste	200.069	-236.756	-302.071	-221.438	-45.492

A continuación se realiza un análisis de las cuentas no operacionales más destacadas para el periodo comprendido desde el año 2009 hasta septiembre de 2013.

Análisis de cuentas no operacionales año 2009

Otras ganancias (pérdidas) netas: a diciembre 2009 se registra un importante crecimiento, pasando de una pérdida de \$2.586 millones en 2008 a una utilidad de \$21.915 millones. Esto se

explica, principalmente, por la utilidad de la venta de acciones de Aguas CCU-Nestle Chile S.A. a NestleWaters Chile S.A.

Los gastos financieros netos son mayores respecto al período anterior, explicado, principalmente por mayores niveles de deuda relacionados con bonos emitidos en abril destinados a financiar la inversión efectuada en Viña Tarapacá y el pago de pasivos que vencieron durante el último trimestre de este año.

Participación en utilidad (pérdida) de negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación cae un 14% al pasar de \$1.564 millones en 2008 a \$1.349 millones en 2009. Esto se debe a una utilidad no realizada de Foods con ECCUSA que generó un efecto positivo de \$339 millones, además de un menor resultado en el ejercicio de Cervecería Austral. Estos efectos se compensan en parte con un mejor resultado de Promarca.

Diferencia de Cambio, pasa de una pérdida de \$866 millones el año anterior a una pérdida de \$1.390 millones durante el año en curso, debido a un mayor resultado positivo durante los primeros nueve meses del año 2008 producto de una mayor exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio, el cual compensó la caída experimentada en el último trimestre.

Resultado por unidad de reajuste, pasa de una pérdida de \$15.626 millones el año anterior a una utilidad de \$4.190 millones debido a la caída del valor de la UF, lo cual hace que los pasivos indexados a esta variable disminuyan su valor, generando un efecto positivo en resultado.

Análisis de cuentas no operacionales año 2010

Otros Ingresos / Gastos: disminuyó en \$ 22.580 millones principalmente por la ausencia en 2010 de la utilidad antes de impuestos de \$ 24.439 millones obtenida en 2009 por la venta del 29,9% de las acciones de Aguas CCU-Nestlé Chile S.A. a Nestlé Waters Chile S.A., parcialmente compensado por el efecto positivo de los derivados utilizados para compensar el efecto de la variación de tipo de cambio en los impuestos.

Ingresos / Gastos Financieros Netos: se generó un menor gasto financiero neto de \$2.079 millones respecto al año anterior, explicado principalmente por menores niveles de deuda

promedio. En 2009 se emitieron bonos en abril destinados a refinanciar la inversión efectuada en Viña Tarapacá y al pago de pasivos que vencieron durante el último trimestre de ese año.

Resultado por unidades de reajuste: pasa de una utilidad de \$4.190 millones el año anterior a una pérdida de \$5.080 millones durante el año en curso, debido a la ausencia del efecto, en 2009, originado por la baja experimentada por el IPC, lo que impactó positivamente los pasivos expresados en unidades de fomento, produciendo para ese año una utilidad.

Análisis de cuentas no operacionales año 2011

Ingresos / Gastos Financieros Netos: genera un menor gasto financiero neto de \$954 millones respecto al año anterior, explicado, principalmente por una menor deuda financiera neta.

Otros Ingresos y resultados por diferencias de cambio: aumentó en \$3.987 millones principalmente por las ganancias relacionadas a coberturas que cubren la variación cambiaria sobre los impuestos.

Resultado por unidades de reajuste: pasa de una pérdida de \$5.080 millones el año anterior a una pérdida de \$6.734 millones en 2011, debido a la mayor variación del valor de la UF a diciembre 2011 (+3,9%) en comparación con el mismo ejercicio de 2010 (+2,4%) lo que aumentó el impacto negativo sobre nuestros pasivos expresados en unidades de fomento.

Análisis de cuentas no operacionales año 2012

El Resultado no operacional aumentó de una pérdida de \$12.820 millones en el ejercicio anterior a una pérdida de \$20.078 millones en 2012.

Este peor resultado de \$7.258 millones se explica principalmente por la variación de Otros Ingresos y resultados por Diferencias de cambio, que disminuyó en \$7.412 millones principalmente por las ganancias relacionadas a coberturas que cubren la variación cambiaria sobre los impuestos.

Análisis de cuentas no operacionales septiembre 2013

Para septiembre de 2013 el Resultado no operacional disminuyó de una pérdida de CLP 12.183 millones en el ejercicio anterior a una pérdida de CLP 13.944 millones al 30 de septiembre 2013.

Este peor resultado de CLP 1.761 millones se explican principalmente por:

Gastos Financieros Netos que aumentaron CLP 7.508 millones a una pérdida de CLP 12.877 millones, principalmente debido al aumento de la deuda en Argentina a tasa de interés nominal ARS.

Resultados por unidades de reajuste que aumentó CLP 1.309 millones, debido principalmente al aumento del 1,1% del valor de la UF a septiembre 2013 en comparación con el aumento de 1,3% de la UF a septiembre 2012, variación que afecta a una mayor deuda en UF el año anterior.

Otras ganancias/ (pérdidas) y Diferencias de cambio aumentaron CLP 4.133 millones debido principalmente ganancias relacionadas con las coberturas que cubren las variaciones de tipo de cambio sobre los impuestos.

6.4. Análisis de Activos

Para septiembre de 2013 se observan dos activos no operacionales que se detallan a continuación:

- Activos no corrientes mantenidos para la venta

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

Durante el ejercicio 2010 se contrató un corredor inmobiliario del medio especializado en este tipo de activos. Posteriormente, con fecha 13 de diciembre de 2011 se firmó un contrato de

reserva de compra venta por la totalidad de los activos, se espera realizar la formalización de la venta durante el año 2013.

Según se describe en Nota 2.17, los activos no corrientes mantenidos para la venta han sido registrados al menor valor entre el valor libro y el valor estimado de venta al 30 de septiembre de 2013.

Los activos no corrientes mantenidos para la venta al 30 de septiembre de 2013 se detallan a continuación:

Activos mantenidos para la venta	Al 30 de septiembre de 2013
	M\$
Terreno	90.687
Construcciones	166.871
Maquinarias	110.173
Total	367.731

- Inversiones contabilizadas por método de participación

Al 30 de septiembre de 2013, la Compañía registra bajo este rubro sus inversiones en sociedades que califican como negocio conjunto (NIIF 11).

El valor proporcional de las inversiones en negocios conjuntos al cierre de septiembre de 2013 es el siguiente:

	Al 30 de septiembre de 2013
	M\$
Cervecería Austral S.A. (1)	4.777.057
Foods Compañía de Alimentos CCU S.A. (2)	12.674.854
Total	17.451.911

1. Cervecería Austral S.A.

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

2. Foods Compañía de Alimentos CCU S.A.

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

7. PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS

7.1. Valoración de la Empresa por Flujo de Caja Descontado, Parte I

7.1.1.1. Proyección de los ingresos de Operación

Para proyectar los ingresos de la empresa, se utilizará una tasa de crecimiento de 8,71%, que corresponde al promedio histórico de crecimiento de las ventas, de los segmentos operativos de: Cervezas Chile, Licores, vinos y bebidas sin alcohol.

7.1.1.2. Proyección de los costos de Operación

El costo de venta se proyectará, considerando el promedio de los valores históricos, siendo un 46% sobre los ingresos de las ventas.

Los costos de distribución y administración serán proyectados, de acuerdo al promedio del crecimiento histórico, siendo un 15% y un 5% respectivamente.

7.1.1.3. Proyección del resultado no Operacional

El ítem otras ganancias o pérdidas corresponde principalmente, a los resultados de contratos de derivados, para proyectarlo, se calculará el promedio de los años terminados 2010-2012. Se excluye el año 2009, ya que el resultado positivo, muy superior a los otros años, corresponde a la venta de acciones de Aguas CCU.

Los ingresos y gastos Financieros, se mantienen constantes a partir del año 2012.

La participación en negocios conjuntos, se proyectará, como el promedio de los años 2009-2012.

Los ítems Diferencias de cambio y Resultado por unidades de reajuste se mantendrán constantes a partir del año 2012.

7.1.1.4. Estado de Resultado Projectado

	EJECUTADO	PROYECTADO				
	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Estado de resultados en UF						
Ingreso por ventas	47.095.208,96	49.914.954	52.629.270	55.501.172	58.540.144	61.756.248
Costo de ventas	-21.588.049,74	-22.960.879	-24.209.464	-25.530.539	-26.928.466	-28.407.874
Margen Bruto	25.507.159,22	26.954.075	28.419.806	29.970.633	31.611.678	33.348.374
Otros ingresos, por función	244.500,38	244.500,38	244.500,38	244.500,38	244.500,38	244.500,38
Costos de Distribución	-8.169.115,77	-9.394.483	-10.803.656	-12.424.204	-14.287.835	-16.431.010
Gastos de Administración	-3.738.387,14	-3.925.306	-4.121.572	-4.327.650	-4.544.033	-4.771.235
Otros gastos, por función	-5.911.483,25	-5.911.483,25	-5.911.483,25	-5.911.483,25	-5.911.483,25	-5.911.483,25
Otras ganancias o pérdidas	-30.517,00	-30.517,00	-30.517,00	-30.517,00	-30.517,00	-30.517,00
Ingresos Financieros	336.795,95	336.795,95	336.795,95	336.795,95	336.795,95	336.795,95
Costos Financieros	-746.686,47	-746.686,47	-746.686,47	-746.686,47	-746.686,47	-746.686,47
Participación en negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación	-7.753,99	37.415,00	37.415,00	37.415,00	37.415,00	37.415,00
Diferencias de cambio	-43.905,69	-43.905,69	-43.905,69	-43.905,69	-43.905,69	-43.905,69
Resultado por unidades de reajuste	-221.437,87	-221.437,87	-221.437,87	-221.437,87	-221.437,87	-221.437,87
Utilidad antes de Impuesto	7.053.631,34	7.298.967	7.159.259	6.883.460	6.444.491	5.810.810
Impuesto las ganancias	-1.625.749,15	-1.459.793	-1.431.852	-1.376.692	-1.288.898	-1.162.162
Utilidad del Ejercicio	5.427.882,18	5.839.173	5.727.407	5.506.768	5.155.593	4.648.648

8.1.1.3. Déficit o exceso de capital de trabajo

El capital de trabajo proyectado para el año 2013 era de UF 7.882.301, mientras que el capital de trabajo requerido para el mismo año era UF 8.478.704, por lo tanto, la compañía al día 30 de septiembre, se encuentra con un déficit de capital de trabajo.

El capital de trabajo requerido, se calcula dividiendo, el promedio del capital de trabajo, 62 días, en el promedio de 365 días por el Ingreso de actividades ordinarias a diciembre de 2013 (UF 49.914.954,43)

Capital de Trabajo necesario para el año 2013 = $62 / (365 * 49.914.954,43)$

Capital de Trabajo necesario para el año 2013 = 8.478.704.-

8.1.1.4. Flujo de caja Permanente

El flujo de caja Permanente, desde el 2018 en adelante son UF 9.823.355,70.- este valor se obtiene considerando los ítems detallados en el siguiente cuadro.

El flujo de caja bruto es igual al último proyectado (año 2017), mientras que las Inversiones en Reposición, es el 100% de la depreciación proyectada.

Como el flujo de caja permanente supone que no existe crecimiento, los ítems nuevas inversiones en activo fijo e inversión en capital de trabajo, serán cero.

	2018 al infinito
FLUJO DE CAJA BRUTO	11.260.896,37
Inversión en Reposición	- 1.437.540,67
Nuevas Inversiones en Activo Fijo	0
Inversión en Capital de Trabajo	0
FLUJO DE CAJA PERMANENTE	9.823.355,70

8.1.1.5. Flujo de Caja Libre

Fecha de Valoración	Proyectado				
	2013	2014	2015	2016	2017
En UF del 30 de setiembre de 2013					
Depreciación del Activo Fijo	1.437.540,67	1.437.540,67	1.437.540,67	1.437.540,67	1.437.540,67
Amortización del Intangible	47.280,05	47.280,05	47.280,05	47.280,05	47.280,05
Otros ingresos después de impuestos	- 195.600,30	- 195.600,30	- 195.600,30	- 195.600,30	- 195.600,30
Otros gastos, por función después de impuestos	4.729.186,60	4.729.186,60	4.729.186,60	4.729.186,60	4.729.186,60
Otras ganancias (pérdidas)	30.517,00	30.517,00	30.517,00	30.517,00	30.517,00
Ingresos financieros después de impuestos	- 269.436,76	- 269.436,76	- 269.436,76	- 269.436,76	- 269.436,76
Costos financieros después de impuestos	597.349,18	597.349,18	597.349,18	597.349,18	597.349,18
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación después de impuestos	- 29.932,00	- 29.932,00	- 29.932,00	- 29.932,00	- 29.932,00
Diferencias de cambio	43.905,69	43.905,69	43.905,69	43.905,69	43.905,69
Resultados por unidades de reajuste	221.437,87	221.437,87	221.437,87	221.437,87	221.437,87
FLUJO DE CAJA BRUTO	12.451.421,44	12.339.655,41	12.119.015,73	11.767.840,99	11.260.896,37
Inversión en Reposición	- 1.416.462,41	- 1.416.462,41	- 1.416.462,41	- 1.416.462,41	- 1.416.462,41
Nuevas Inversiones en Activo Fijo	- 4.216.071,09	- 1.731.663,34	- 1.832.199,90	- 1.938.785,75	- 2.051.791,49
Inversión en Capital de Trabajo	- 461.061,78	- 487.830,01	- 516.208,88	- 546.297,08	
FLUJO DE CAJA LIBRE	6.357.826,17	8.703.699,65	8.354.144,53	7.866.295,75	7.792.642,47

8.2. VALORACIÓN ECONÓMICA DE CCU Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN

8.3. Activos Prescindibles

Corresponden a los activos no operacionales, que para este caso son las inversiones contabilizadas por método de participación, por un valor de UF 755.787.-

8.4. Deuda Financiera

La deuda financiera a septiembre de 2013, ascendía a UF 11.741.955.- y se encontraba compuesta por la suma de, otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

8.5. Supuestos Valoración

Se supone un valor terminal sin crecimiento, y una tasa de costo de capital de 8,29%, calculado anteriormente.

Dado los valores indicados, se obtiene la siguiente valoración

	Proyectado				
	sep-dic 2013	2014	2015	2016	2017
FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)	1.589.456,54	8.703.699,65	8.354.144,53	7.866.295,75	7.792.642,47
Valor Terminal (VT)					118.465.801,97
FCL + VT	1.589.456,54	8.703.699,65	8.354.144,53	7.866.295,75	126.258.444,43
al 30 de septiembre de 2013	en UF	en Pesos			
Valor de los Activos (VP flujo)	103.874.712,93	2.398.574.112.524,84			
Exceso en Capital de Trabajo					
Déficit en Capital de Trabajo	- 596.403,15	- 13.771.563.011,26			
Activos Prescindibles	755.787,46	17.451.911.000,00			
Valor Activos	104.034.097,25	2.402.254.460.513,58			
Deuda Financiera	- 11.741.955,51	- 271.133.847.000,00			
Deuda Subordinada					
Patrimonio Económico	92.292.141,73	2.131.120.613.513,58			
al 30 de septiembre de 2013	CCU				
Nº de acciones	318.502.872				
Precio de la Acción	6.691,06				

De la valoración podemos calcular que el precio de la acción debería ser \$6.691 y en el mercado a esa fecha, el precio de la acción era \$6.706.- la principal razón de esta diferencia de precio, es que la valoración realizada, supone que no existe crecimiento, en cambio, el mercado valora la acción considerando un crecimiento de la empresa.

9. CONCLUSIONES

En el siguiente trabajo se realiza una valoración económica de la empresa Compañía Cervecerías Unidas S.A. La metodología utilizada es la de flujos de caja descontados.

El presente estudio permite concluir, que el valor al cual transa la empresa en la bolsa chilena es muy similar al que se obtiene mediante el descuento de sus flujos futuros.

Lo anterior se concluye, porque el precio estimado al día 30 de septiembre de 2013 es de \$6.691,06 y el precio real de cierre de la acción CCU al mismo día fue de \$6.706,50.

10. ANEXOS

10.1. Tabla de desarrollo de Bono CCU serie H (BCERV-H)

Cupón	Fecha	Interés	Amort	F. Total	S. Insoluto
1	15-09-2009	2,1029	0	2,1029	100
2	15-03-2010	2,1029	0	2,1029	100
3	15-09-2010	2,1029	0	2,1029	100
4	15-03-2011	2,1029	0	2,1029	100
5	15-09-2011	2,1029	0	2,1029	100
6	15-03-2012	2,1029	0	2,1029	100
7	15-09-2012	2,1029	0	2,1029	100
8	15-03-2013	2,1029	0	2,1029	100
9	15-09-2013	2,1029	0	2,1029	100
10	15-03-2014	2,1029	0	2,1029	100
11	15-09-2014	2,1029	0	2,1029	100
12	15-03-2015	2,1029	0	2,1029	100
13	15-09-2015	2,1029	0	2,1029	100
14	15-03-2016	2,1029	0	2,1029	100
15	15-09-2016	2,1029	0	2,1029	100
16	15-03-2017	2,1029	0	2,1029	100
17	15-09-2017	2,1029	0	2,1029	100
18	15-03-2018	2,1029	0	2,1029	100
19	15-09-2018	2,1029	0	2,1029	100
20	15-03-2019	2,1029	0	2,1029	100
21	15-09-2019	2,1029	4,54545	6,64835	95,45455
22	15-03-2020	2,00731	4,54545	6,55276	90,9091
23	15-09-2020	1,91173	4,54545	6,45718	86,36365
24	15-03-2021	1,81614	4,54545	6,36159	81,8182
25	15-09-2021	1,72055	4,54545	6,266	77,27275
26	15-03-2022	1,62497	4,54545	6,17042	72,7273
27	15-09-2022	1,52938	4,54545	6,07483	68,18185
28	15-03-2023	1,4338	4,54545	5,97925	63,6364

29	15-09-2023	1,33821	4,54545	5,88366	59,09095
30	15-03-2024	1,24262	4,54545	5,78807	54,5455
31	15-09-2024	1,14704	4,54545	5,69249	50,00005
32	15-03-2025	1,05145	4,54545	5,5969	45,4546
33	15-09-2025	0,95586	4,54545	5,50131	40,90915
34	15-03-2026	0,86028	4,54545	5,40573	36,3637
35	15-09-2026	0,76469	4,54545	5,31014	31,81825
36	15-03-2027	0,66911	4,54545	5,21456	27,2728
37	15-09-2027	0,57352	4,54545	5,11897	22,72735
38	15-03-2028	0,47793	4,54545	5,02338	18,1819
39	15-09-2028	0,38235	4,54545	4,9278	13,63645
40	15-03-2029	0,28676	4,54545	4,83221	9,091
41	15-09-2029	0,19117	4,54545	4,73662	4,54555
42	15-03-2030	0,09559	4,54555	4,64114	0

10.2. Tabla de desarrollo de Bono CCU serie E (BCERV-E)

Cupón	Fecha	Interés	Amort	F. Total	S. Insol
1	01-06-2005	1,98039	2,5	4,48039	97,5
2	01-12-2005	1,93088	2,5	4,43088	95
3	01-06-2006	1,88137	2,5	4,38137	92,5
4	01-12-2006	1,83186	2,5	4,33186	90
5	01-06-2007	1,78235	2,5	4,28235	87,5
6	01-12-2007	1,73284	2,5	4,23284	85
7	01-06-2008	1,68333	2,5	4,18333	82,5
8	01-12-2008	1,63382	2,5	4,13382	80
9	01-06-2009	1,58431	2,5	4,08431	77,5
10	01-12-2009	1,5348	2,5	4,0348	75
11	01-06-2010	1,48529	2,5	3,98529	72,5
12	01-12-2010	1,43578	2,5	3,93578	70
13	01-06-2011	1,38627	2,5	3,88627	67,5
14	01-12-2011	1,33676	2,5	3,83676	65
15	01-06-2012	1,28725	2,5	3,78725	62,5

16	01-12-2012	1,23774	2,5	3,73774	60
17	01-06-2013	1,18823	2,5	3,68823	57,5
18	01-12-2013	1,13872	2,5	3,63872	55
19	01-06-2014	1,08921	2,5	3,58921	52,5
20	01-12-2014	1,0397	2,5	3,5397	50
21	01-06-2015	0,9902	2,5	3,4902	47,5
22	01-12-2015	0,94069	2,5	3,44069	45
23	01-06-2016	0,89118	2,5	3,39118	42,5
24	01-12-2016	0,84167	2,5	3,34167	40
25	01-06-2017	0,79216	2,5	3,29216	37,5
26	01-12-2017	0,74265	2,5	3,24265	35
27	01-06-2018	0,69314	2,5	3,19314	32,5
28	01-12-2018	0,64363	2,5	3,14363	30
29	01-06-2019	0,59412	2,5	3,09412	27,5
30	01-12-2019	0,54461	2,5	3,04461	25
31	01-06-2020	0,4951	2,5	2,9951	22,5
32	01-12-2020	0,44559	2,5	2,94559	20
33	01-06-2021	0,39608	2,5	2,89608	17,5
34	01-12-2021	0,34657	2,5	2,84657	15
35	01-06-2022	0,29706	2,5	2,79706	12,5
36	01-12-2022	0,24755	2,5	2,74755	10
37	01-06-2023	0,19804	2,5	2,69804	7,5
38	01-12-2023	0,14853	2,5	2,64853	5
39	01-06-2024	0,09902	2,5	2,59902	2,5
40	01-12-2024	0,04951	2,5	2,54951	0

