



**VALORACIÓN DE COMPAÑÍA
CERVECERIAS UNIDAS S.A.
Mediante Métodos de Flujo de Caja**

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

**Alumno: Paloma Yáñez Sánchez
Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva**

Santiago, Junio 2024

0. RESUMEN EJECUTIVO.....	4
1. METODOLOGÍA.....	5
1.1. Principales métodos de valoración.....	5
1.1.1. Método de flujos de caja descontados.....	5
2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA Y LA EMPRESA.....	8
2.1. Descripción de la empresa.....	8
2.1.1. Negocios y segmentos de operación.....	9
2.1.2 Principales accionistas:.....	14
2.1.3. Riesgos del Negocio:.....	15
2.1.4. Estructura corporativa:.....	17
2.2.1 Principales competidores y comparables.....	22
3. ANÁLISIS DEL NEGOCIO.....	31
3.1 Análisis de crecimiento de la empresa.....	31
3.2 Análisis de costos y gastos operacionales.....	39
3.2.1 Evolución de costos de venta consolidado y por segmento.....	40
3.2.2 Análisis de Amortización y depreciación.....	45
3.3 Análisis de resultado no operacional de la empresa.....	46
3.4 Análisis de márgenes de la empresa.....	47
3.5 Análisis de los activos de la empresa.....	50
3.5.1 Activos operacionales y no operacionales.....	50
3.5.2 Capital de trabajo operativo neto.....	55
3.5.3 Inversiones.....	57
3.6 Crecimiento de la industria.....	58
4. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	62
4.1 Ingresos operacionales proyectados.....	62
4.1.1 Consolidado proyección ingresos por ventas operacionales.....	69
4.2 Costos y gastos operacionales proyectados.....	72
4.3 Resultado no operacional proyectado.....	76
4.4 Impuesto corporativo proyectado.....	77
4.5 Estado de resultados proyectado en miles de UF.....	78

4.5.1 Supuestos utilizados y Comentarios	78
4.6 Estado de resultados proyectado porcentual	83
5. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA FUTUROS.	84
5.1 Inversión en reposición:	84
5.2 Nuevas inversiones de capital.	84
5.3 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto.	85
5.4 Valor Terminal.	86
5.5 Flujos de caja libre proyectados.....	87
6. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO	88
6.1. Valor presente de los flujos de caja libre.....	88
6.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	89
6.3. Activos prescindibles y otros activos.....	90
6.5. Análisis de sensibilidad.....	91
ANEXOS.	94
BIBLIOGRAFÍA.....	105

RESUMEN EJECUTIVO

En el presente informe, se lleva a cabo la valoración económica de la Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU) al 31 de marzo de 2023. Esta se realiza a través del empleo de dos métodos distintos: el Método de Flujo de Caja Descontado y el enfoque en Múltiplos, centrándonos en los múltiplos de ganancias.

CCU es una destacada empresa del sector de bebidas, con presencia en diversas categorías como cervezas, bebidas gaseosas, aguas minerales y envasadas, néctares, vino y pisco, entre otros. La compañía organiza sus operaciones en tres segmentos clave: Chile, Negocios Internacionales y Vinos. Hasta la fecha, CCU opera en múltiples países, incluyendo Chile, Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay, siendo sus principales fuentes de ingresos los mercados chileno y argentino.

En cuanto al Método de Flujo de Caja Descontado, se empleó información financiera histórica desde 2018 hasta la fecha de valoración. Para la proyección de los ingresos se utilizó mínimos cuadrados ordinarios con la finalidad de encontrar funciones que mejor predicen los ingresos por ventas de cada segmento operacional. Para traer a valor presente los flujos de caja, se utilizó un WACC de 4,78% calculado también en el informe a través de la fórmula de Modigliani y Miller del año 1963. Como resultado de este análisis, se obtuvo un precio de la acción en la fecha de valorización de CLP 7.763, lo que representa una diferencia de 26% respecto el precio bursátil en esa misma fecha que fue de CLP 6.120. Esto sugiere una posible subvaloración por parte del mercado, como se detalla en el informe.

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

1.1.1. Método de flujos de caja descontados

El método de flujos 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 (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras

el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de 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, este 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, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maqueira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maqueira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular

el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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, sino que lo recomendable es utilizar valor presente ajustado (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de 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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

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, además 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 (Fernández, 2012).

2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA Y LA EMPRESA

2.1. Descripción de la empresa.

La empresa Compañía de Cervecerías Unidas, mejor conocida como CCU, es una empresa de bebestibles que posee operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay.

En Chile, CCU es uno de los principales actores en cada una de las categorías en las que participa, incluyendo cervezas, bebidas gaseosas, aguas minerales y envasadas, néctares, vino y pisco, entre otros. A nivel sudamericano, es el segundo mayor cervecero en Argentina y participa además en la industria 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 la industria de cervezas, aguas envasadas, gaseosas y malta; y en Colombia participa en el mercado de cervezas y maltas.

Dentro de sus antecedentes históricos podemos mencionar el origen de la primera fábrica de cerveza en Chile que fue en Valparaíso en 1850. En 1889 nace la Fábrica Nacional de Cerveza, la cual fue una fusión entre la cervecera de Joaquín Plagemann (primera fábrica de la cerveza) y la Fábrica de Cerveza de Limache. Finalmente, en 1902, ésta se constituye en una sociedad anónima con el nombre que hoy en día la conocemos, Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU). En 1916, se convierte en el principal productor de cerveza en Chile y la compañía ingresa al negocio de las bebidas gaseosas con Bilz. En los años posteriores, adquiere paulatinamente otras cerveceras en Chile y lanza al mercado Escudo y comienza a producir Pepsi-Cola, que es la segunda marca de bebidas en el mundo. En 1981 se inaugura Cervecería Santiago, que es la planta de cerveza más moderna hasta la fecha. En 1986, El grupo Luksic, a través de Quiñenco S.A, y el grupo alemán Schorghuber, mediante Paulaner-Salvator AG, forman la empresa Inversiones y Rentas S.A. (IRSA) que pasa a convertirse en el accionista mayoritario de CCU. En 1992 CCU es la segunda empresa chilena y tercera latinoamericana en colocar ADRs en el mercado de valores estadounidense. En 1994 la compañía ingresa al mercado del vino a través de la adquisición de Viña San Pedro S.A. Hoy en día es Viña San Pedro de Tarapacá S.A.. En el transcurso del mismo año, CCU entra al negocio cervecero en Croacia al adquirir parte y luego la totalidad de Karlovacka Pivovara. En 1997 realiza con éxito su segunda colocación de acciones en el exterior a

través de ADRs. En el año 2005 CCU se asocia con Cooperativa Agrícola para formar “Compañía pisquera de Chile S.A.”. En el año 2012, CCU ingresa a Uruguay y en 2013 a Paraguay, 2014 a Bolivia y Colombia. En el año 2018 la compañía fue incluida por primera vez en el Dow Jones Sustainability Index Chile, el cual selecciona empresas basándose en el análisis de su desempeño medioambiental, social y de gobierno corporativo.

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 CMF. Asimismo, CCU S.A., en su calidad de emisor de ADRs, que actualmente se transan en el NYSE, se encuentra sujeta, en lo que fuere aplicable, al Securities Exchange Act de 1934, SOX de 2002 y a la normativa dictada al efecto por la SEC y el NYSE.

2.1.1. Negocios y segmentos 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 (Memoria Anual, 2022):

- Chile: Cervezas, bebidas no alcohólicas, licores, sidra y las UES en el mercado chileno (Unidades estratégicas de servicios), las cuales corresponden en gran parte a: Comercial CCU S.A. (“Comercial CCU”), Transportes CCU Limitada (“Transportes CCU”) y CRECCU S.A. (“CRECCU”).
- Negocios Internacionales: Cervezas, sidra, bebidas no alcohólicas y licores, entre otras categorías, en los mercados de Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay.
- Vinos: Vinos y espumantes en el mercado doméstico, en Chile y Argentina, y exportación a más de 80 países.

Existe un cuarto segmento que corresponde a los gastos e ingresos de las Unidades de apoyo corporativos (UAC). Con mayor detalle:

- En el segmento Chile, CCU, a través de su filial Cervecería CCU Chile Limitada (“Cervecería CCU”), cuenta con dos plantas productivas, ubicadas en las ciudades de Santiago y Temuco, esta última es una planta mixta de cervezas y bebidas no alcohólicas. Asimismo, la Compañía cuenta con otras dos plantas productivas para cervezas en las ciudades de Valdivia (Kunstmann) y Punta Arenas (Austral) y elabora un diverso portafolio de productos a través de marcas propias y sus respectivas extensiones de marca. Entonces: Cervezas, bebidas sin alcohol, licores, UES (unidades estratégicas de servicio).
- En el segmento negocios internacionales, está compuesto por las operaciones realizadas en Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay. En Argentina, CCU produce cervezas, también participa en el negocio de la sidra y el negocio de licores. CCU en Bolivia participa en el negocio de bebidas no alcohólicas y cervezas, participando en la categoría de productos en base a malta sin alcohol. CCU en Uruguay participa en el negocio de aguas minerales, en néctares. Finalmente, en CCU Paraguay, desarrolla el negocio de producción, comercialización y venta de bebidas no alcohólicas, cervezas y vinos. Entonces: Cervezas, sidras, bebidas sin alcohol y licores en los mercados de Argentina, Uruguay y Paraguay.
- En el segmento de vinos, CCU, a través de su filial VSPT Wine Group, elabora vinos y espumantes, los cuales se comercializan en el mercado nacional y extranjero exportando a más de 80 países. Entonces: Vinos, principalmente en los mercados de exportación, negocio desarrollado por su filial Viña San Pedro Tarapacá.

En cuanto a crecimiento, en 2022 se alcanzó 34,3 millones de hectolitros en volúmenes consolidados, es decir decreció un 1,1% anual. El menor volumen del año pasado estuvo explicado principalmente por el Segmento de operación Chile, que se contrajo un 2,1%, y por el Segmento de operación Vinos, que decreció 0,6%.

El crecimiento registrado en CCU en este último trienio ha estado acompañado de importantes inversiones, que en 2022 totalizaron CLP 190.653 millones, con foco en incrementar capacidad, adquirir nuevas tecnologías y otros activos.

A continuación, se mostrará en el cuadro resumen donde se muestra el porcentaje de importancia de cada segmento tomado como porcentaje, calculado a partir de los ingresos por ventas obtenidos en cada año.

Cuadro 1: Ingresos por ventas según segmento

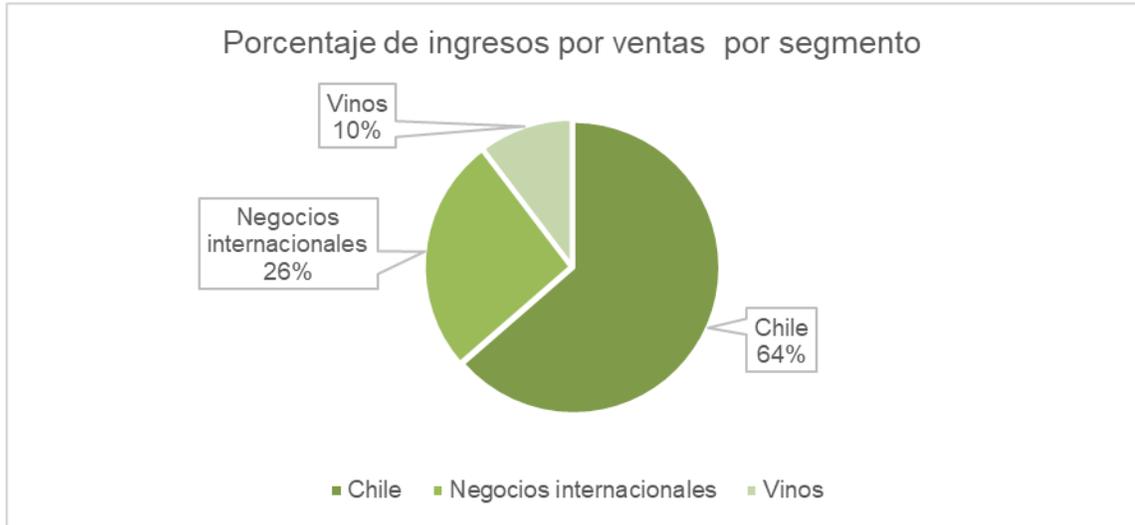
Ingresos por ventas por segmento MUF	31-12-2018	%	31-12-2019	%	31-12-2020	%	31-12-2021	%	31-12-2022	%	31-03-2023	%
Chile	39.214	61,55%	40.058	63,37%	41.561	66,29%	49.648	63,01%	46.342	61,23%	13.261	66,13%
Negocios internacionales	17.194	26,99%	15.976	25,27%	13.454	21,46%	21.226	26,94%	21.683	28,65%	5.435	27,10%
Vinos	7.303	11,46%	7.179	11,36%	7.680	12,25%	7.914	10,04%	7.656	10,12%	1.358	6,77%
Total MUF	63.711	100,00%	63.213	100,00%	62.696	100,00%	78.788	100,00%	75.680	100,00%	20.054	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF 2022

De una forma más gráfica se mostrará un gráfico de torta en donde se visualiza el promedio del porcentaje de los ingresos por venta de cada segmento y en cada trimestre para poder ver la importancia de estos dentro de la compañía (Gráfico 1).

Se puede apreciar que el segmento más relevante para la compañía es “Chile” con un porcentaje de participación promedio medido a través del ingreso por venta de 63.6%. Luego le sigue “Negocios Internacionales” con 26% y, finalmente, el segmento Vinos con 10.3% en promedio. Los siguientes cálculos fueron realizados en miles de pesos, estos fueron realizados también utilizando el valor de la UF al cierre de cada trimestre, los que se mantuvieron sin cambios. En otras palabras, a fin del año 2022, Chile representa un ingreso por ventas de 1.627.114.439 miles de pesos (46.34 MUF), Negocios internacionales 761.302.617 miles de pesos (21.68 MUF) y Vinos 268.794.991 (7.65 MUF). Los ingresos totales fueron calculados a partir de la suma simple entre los ingresos por venta de los tres segmentos mencionados con anterioridad, excluyendo “Otros ingresos” e “Ingresos por venta entre segmentos”, dado que distorsionan el análisis de la relevancia en la empresa sobre cada segmento y dado que los ingresos de estos son pequeños relativos a los ingresos por venta de cada segmento.

Gráfico 1: Porcentaje de ingresos por ventas promedio por segmento



Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF CCU 2022

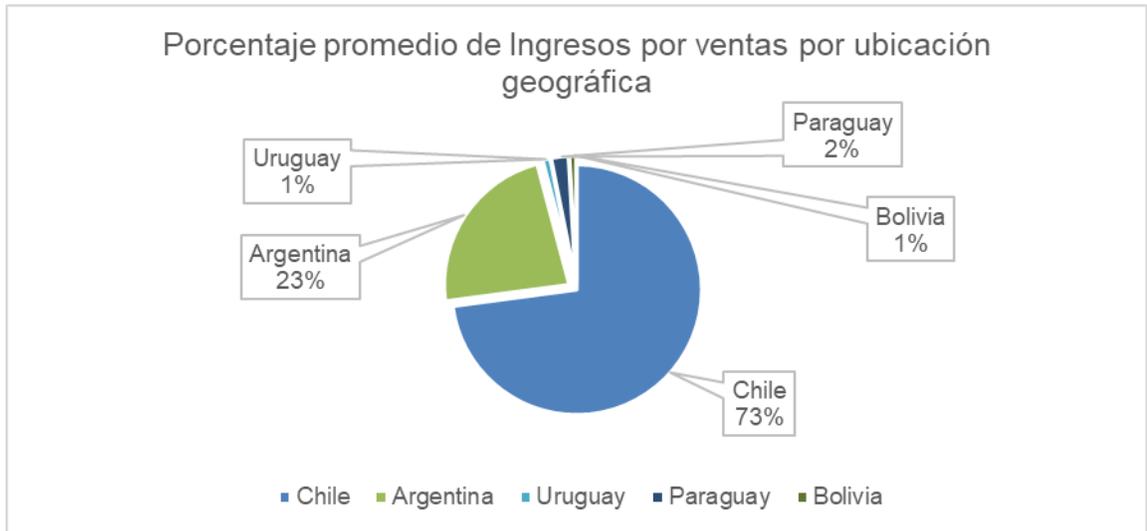
Ahora bien, para analizar la relevancia de cada país en la compañía, se calculó el porcentaje que representa del total de los ingresos por ventas netas por ubicación geográfica.

Cuadro 2: Porcentaje de Ingreso por venta por ubicación geográfica en UF

Ingresos por venta por ub. Geográfica UF	31-12-2018	%	31-12-2019	%	31-12-2020	%	31-12-2021	%	31-12-2022	%	31-03-2023	%
Chile	46.779	72,31%	47.417	73,65%	49.425	77,35%	57.489	71,71%	54.014	69,94%	14.717	72,43%
Argentina	15.295	23,64%	13.792	21,42%	11.634	18,21%	19.767	24,65%	19.946	25,83%	4.871	23,97%
Uruguay	642	0,99%	629	0,98%	670	1,05%	698	0,87%	825	1,07%	215	1,06%
Paraguay	1.580	2,44%	1.665	2,59%	1.350	2,11%	1.558	1,94%	1.869	2,42%	386	1,90%
Bolivia	395	0,61%	875	1,36%	821	1,28%	661	0,82%	571	0,74%	130	0,64%
Total	64.692	100,00%	64.378	100,00%	63.900	100,00%	80.173	100,00%	77.225	100,00%	20.318	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF

Gráfico 2: Porcentaje promedio de ingresos por ventas por ubicación geográfica



Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF CCU 2022

Podemos observar que Chile representa un 73% en promedio de los ingresos según ubicación geográfica. Le sigue Argentina con 23%, luego Paraguay con 2%, Uruguay con 1% y finalmente Bolivia con 1%.

Por último, se realizará un análisis sobre las dos categorías representativas de la compañía que son los productos alcohólicos y los productos no alcohólicos.

Cuadro 3: Ingresos por ventas por categoría

Ingresos por ventas por categoría MUF	31-12-2018	%	31-12-2019	%	31-12-2020	%	31-12-2021	%	31-12-2022	%	31-03-2023	%
Alcohólicos	43.768	67,66%	42.610	66,19%	42.990	67,28%	55.284	68,96%	51.802	67,08%	13.111	64,53%
No alcohólicos	19.943	30,83%	20.603	32,00%	19.706	30,84%	23.504	29,32%	23.879	30,92%	6.944	34,18%
Otros *	981	1,52%	1.165	1,81%	1.204	1,88%	1.385	1,73%	1.544	2,00%	264	1,30%
Total	64.692	100,00%	64.378	100,00%	63.900	100,00%	80.173	100,00%	77.225	100,00%	20.318	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF CCU 2022

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

Gráfico 3: Porcentaje promedio de ingreso por ventas por categoría



Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF CCU 2022

Podemos observar que la categoría de productos denominados Alcohólicos, representa el 67% de los ingresos totales. En segundo lugar, con 31% productos no alcohólicos.

2.1.2 Principales accionistas:

A continuación, se mostrará un cuadro resumen de los principales accionistas de la empresa, con sus respectivas posesiones de acciones y el porcentaje que estas representan del total para el 31 de marzo del presente año.

Cuadro 4: Accionistas mayoritarios

Investor Name	N° de acciones	%
INV Y RENTAS S A	218.109.273,00	59,03%
J P MORGAN CHASE BANK	76.201.309,00	20,62%
INV IRSA LTDA	25.279.991,00	6,84%
BANCO DE CHILE (STATE STREET)	11.391.001,00	3,08%
BANCO SANTANDER (INV EXTRANJEROS)	7.627.832,00	2,06%
BANCO DE CHILE (TERCEROS)	4.585.205,00	1,24%
BANCO SANTANDER CHILE	2.587.291,00	0,70%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA	2.019.402,00	0,55%
BANCO DE CHILE (CITI NA NEW YORK CLIE)	1.320.808,00	0,36%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	1.197,49	0,22%
Total	349.123.309,49	94,70%

Fuente: Elaboración propia con información obtenida de CMF

Inversiones y Rentas S.A. (“IRSA”) es el accionista controlador de la Compañía con un 65.87% de las acciones. Esta es una sociedad anónima cuyos accionistas son las sociedades Quiñenco S.A. y Heineken Chile SpA, las cuales poseen cada una de ellas el 50% del capital accionario de IRSA. Quiñenco es considerada la matriz de inversiones del grupo Luksic, mientras que Heineken, controlada indirectamente (a través de sociedades y matrices) por Carvalho-Heineken. Existe un pacto de accionistas que considera restricciones para que éstos puedan adquirir acciones de CCU S.A. en forma independiente, debiendo, salvo excepciones, ser adquiridas por IRSA.

El 20.92% de la compañía transa en Estados Unidos como ADRs (American Depositary Receipts) en el New York Stock Exchange (“NYSE”). El 13.21% restante se transa en la Bolsa de comercio de Santiago y en la Bolsa electrónica de Chile, Bolsa de Valores.

2.1.3. Riesgos del Negocio:

Cambios potenciales en la legislación tributaria de los países en los que la empresa opera podrían tener un impacto significativo en su actividad comercial. Los negocios de CCU están afectos a distintos impuestos en los países donde operan, incluyendo, impuestos a la renta e impuestos específicos sobre bebidas alcohólicas y no alcohólicas. Un aumento en las tasas de dichos impuestos, o de cualquier otro, podría afectar en forma negativa nuestras ventas y rentabilidad. Un ejemplo de esto son los cambios tributarios que se han visto en Chile con el objetivo de incrementar la recaudación fiscal. La Ley N°21.210 incluyó, entre otras medidas: (i) un aumento de 35% a 40% en el tramo del impuesto a la renta personal, un impuesto progresivo que va de 0,075% a 0,275% sobre las propiedades inmobiliarias, requisitos más estrictos para que los fondos de inversión privados se beneficien de un tratamiento fiscal preferente, a creación de un nuevo régimen fiscal especial para las pequeñas y medianas empresas, con un impuesto a las utilidades del 25%, entre otras.

En cambios normativos relevantes, podemos destacar la entrada en vigencia de los Convenios para Evitar la Doble Tributación suscritos por Chile con Países Bajos, India y Emiratos Árabes Unidos.

Además, modificaciones en el mercado laboral de los países en que opera podrían tener repercusiones sobre resultados y márgenes de la operación. Esto hace referencia a cambios en la oferta de mano de obra, aumento de la demanda de ciertas especialidades y/o cambios en la legislación laboral, entre otros. En Argentina, los altos niveles de inflación y presión sindical suponen un continuo incremento de nuestros gastos salariales. Asimismo, es importante señalar que en Chile fue aprobada la ley de reducción de la jornada a laboral.

Adicionalmente, la consolidación de la industria cervecera a nivel mundial podría afectar los márgenes de la empresa e incluso la participación de mercado. En el segmento de cervezas, CCU compite con las filiales de Anheuser-Busch InBev SA/NV ("ABI"), la compañía de cervezas más grande del mundo y en gaseosas en Chile, compiten con los productos de The Coca-Cola Company y en el área cervecera con Cervecería Chile S.A que es filial de ABI.

Otro riesgo es la dependencia de la renovación de determinados acuerdos de licencia para mantener sus productos actuales en operación. Estos acuerdos deben cumplir condiciones y requisitos, sin contar el tiempo de vigencia. Aproximadamente un 70% del volumen de ventas provienen de marcas propias, lo que atenúa en parte el efecto que podría tener el término de alguna licencia específica.

La expansión del canal de supermercados también presenta un riesgo para la rentabilidad. Por un lado, se muestra un riesgo de no llegar a precios favorables y, por otro lado, aumentaría la exposición al riesgo de crédito en caso de que alguno de estos grandes clientes incumpla con sus obligaciones. Sin embargo, para mitigar este riesgo se han adquirido seguros de crédito como medida preventiva.

Fluctuaciones en el costo de materias primas también podrían afectar los ingresos de la compañía. Estos determinados por la oferta y demanda, pero también por casos como fue la pandemia por COVID-19 y conflictos geopolíticos como es la guerra Ruso-Ucraniana que han aumentado los precios de las materias primas.

Además de los mencionados, se suman riesgos o problemas que podrían impactar la cadena de suministros, escasez de materias primas, crisis sanitarias como fue la

pandemia por COVID-19, donde esto último simultáneamente afectó las preferencias de consumo de las personas.

Otro factor para considerar son los cambios en las leyes de etiquetado y formas de publicidad de tanto bebidas alcohólicas como analcohólicas (véase sección “Regulación sobre bienes producidos”). Por último, existe el riesgo de que la imagen y calidad de los productos se vean afectados, y la posibilidad de que los seguros que se mantienen a la fecha no sean suficientes para cubrir cualquier eventualidad.

2.1.4. Estructura corporativa:

La estructura corporativa se basa en la composición directiva al 31 de diciembre del año 2022, es decir, con la información proveniente de la memoria anual.

Cuadro 5: Estructura corporativa

Estructura corporativa	Cargo
Andrónico Mariano Luksic Craig	Director Titular: Presidente desde Abril 2013
Carlos Molina Solís	Director Titular: Vicepresidente desde Mayo 2018
María Gabriela Cadenas	Directora titular: desde octubre 2022
Vittorio Corbo Lioi	Director Titular Independiente: Desde abril 2022
José Francisco Pérez Mackenna	Director titular: Desde Julio 1998
Pablo José Granifo Lavín	Director titular: Desde abril 2013
Rodrigo Hinzpeter Kirberg	Director titular: Desde Julio 2015
Rory Cullinan	Director titular: Desde Mayo 2018
Marc Gross	Director titular: Desde Mayo 2020

Fuente: Elaboración propia memoria anual CCU 2022

2.1.5. Información Bursátil:

Las acciones de CCU S.A. se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores desde el año 1920. El número de inscripción en el Registro de Valores a cargo de la CMF es “0007”. El código nemotécnico para la Bolsa de Comercio Santiago es “CCU”. Adicionalmente, los títulos accionarios de CCU se transan en la Bolsa Electrónica de Chile, Bolsa de Valores (Memoria Anual, 2022).

CCU S.A., es un emisor de ADRs, que actualmente se transan en el NYSE (CCU S.A. estuvo listado en NASDAQ entre 1992 y 1999). Un ADR es equivalente a 2 acciones ordinarias de CCU S.A. El código nemotécnico para el NYSE es “CCU” y el banco depositario de los ADRs es JPMorgan Chase Bank N.A. Al cierre de diciembre de 2022, la capitalización bursátil del programa de ADRs de CCU S.A. ascendió a USD 516 millones y representó el 20,92% de la propiedad de esta.

Por otro lado, la compañía también emite bonos para mantener su estructura de capital, tanto en mercados locales como internacionales.

Cuadro 6: Resumen información

Tipo de Información	
Ticker o Nemotécnico	CCU
Clase de acción	Acciones ordinarias de serie única. Al 31 de diciembre de 2022, el total de acciones suscritas y pagadas asciende a 369.502.872.
Derechos de cada clase	Todos los accionistas tienen derecho al mismo dividendo y los mismos derechos a voto.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa Electrónica de Chile y New York Stock Exchange (“NYSE”) como ADR que equivalen a 2 acciones ordinarias.
Descripción de la empresa	Empresa multicategoría de bebestibles
Rubros y países donde opera	Posee tres segmentos que ellos mismos separan como Chile, Negocios Internacionales y Vinos, los cuales operan en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay

Fuente: Elaboración propia con información de la memoria anual

2.2. Descripción de la Industria.

Cerveza

El consumo de cerveza en Chile ha experimentado un aumento significativo, pasando de 30 a 59 litros per cápita entre 2005 y 2022, representando un incremento del 96,7%. En términos de ingresos, la industria cervecera ha evolucionado de mover US\$ 2.466

millones en 2016 a US\$ 4.656 millones en 2022, concentrando el 77% del consumo de bebidas alcohólicas en Chile y desplazando a opciones como vinos y licores. (Acechi, 2023)

No obstante, hay requerimientos de capital, limitado acceso a proveedores de materias primas y canales de distribución, los cuales podrían inhibir la entrada de nuevos competidores. Finalmente, es importante considerar los riesgos asociados al cambio climático, la escasez de agua podría ser un problema relevante en el mediano plazo, terminan por encarecer o entorpecer la producción. Otras barreras de entrada relevantes están relacionadas con la regulación tanto productivas como ambientales, pero principalmente la ley de etiquetados y el efecto negativo que eso conlleva sobre las ventas.

En cuanto a la rivalidad de la industria, se define como alta. Actualmente, la participación de mercado se concentra en solo 4 actores, CCU, AB InBev, Embotelladora Andina y Coca Cola Embonor. Al 2022 CCU lideraba con un 74% de la participación de mercado y Coca Cola Embonor alcanzó un 28,2%, de acuerdo a los cálculos de sus respectivas memorias anuales. La extrema concentración se intensificó con acuerdos como el de Coca-Cola Embonor S.A. y su filial Embotelladora Iquique S.A., quienes iniciaron en el 2020 la distribución y comercialización de las cervezas producidas y/o importadas por Cervecería Chile S.A., filial de la multinacional AB InBev.

Desde el punto de vista del consumidor, hay variadas razones que justifican la creciente demanda; mayor conocimiento del consumidor, oferta con variadas marcas y subcategorías para distintas ocasiones, facilidad de acceso a productos de mejor calidad (cervezas premium) a precios amigables, entre otros (La Tercera, 2022). Lo anterior, es sumamente positivo para los consumidores, por la alta variedad de productos, el costo de cambio es bajísimo y la compra informada es cada vez más recurrente, lo cual le da un mayor poder de negociación como consumidores directos de cerveza. Por otro lado, las empresas tienen clientes de carácter minoristas principalmente supermercados, quienes, de acuerdo con las memorias anuales de los actuales participantes de la industria, ninguno de estos clientes representa más del 10% de las compras efectivas. Eso da a entender que su poder de negociación no es tan relevante en términos de condiciones y precios.

Finalmente, los sustitutos existentes para las cervezas son productos como licores, piscos u otros tipos de bebidas alcohólicas. Las cuales podrían ser una amenaza, pero actualmente las empresas cerveceras se han preocupado de abarcar este tipo de productos. En el caso de CCU ha incorporado licores y pisco en su línea de productos, también Coca Cola Embonor comercializa Pisco y Ron, entre otros.

Vinos y Piscos

En febrero de 2023, las exportaciones totales de vino alcanzaron los 45,6 millones de litros, generando un total de USD 95,4 millones. Sin embargo, estos números reflejan una disminución significativa del 15,8% en volumen y del 18,3% en valor en comparación con el mismo período en 2022(Odepa, 2023). Estos resultados contrastan con la tendencia al alza observada después de la pandemia, cuando el consumo per cápita aumentó, las ventas directas sin intermediarios se volvieron más frecuentes y los cambios en los hábitos de ocio impactaron positivamente en el consumo de vino.

Una característica muy propia de la industria vitivinícola en Chile es que está altamente fragmentada. De hecho, el registro de exportadores de vino chileno a diciembre de 2022 ascendía a 341 sociedades que enviaban sus productos a 136 países. A pesar de su atomización, la industria está liderada por 3 grandes actores; CCU, Coca-Cola Embonor y Viña Concha y Toro, con una participación de mercado de 19,9%, 21,3% y 29,9%, respectivamente. La industria del pisco tiene una estructura muy similar, hay líderes, pero al 2021 el 85% de los productos son personas con propiedades no mayores a las 5 hectáreas.

Una de las particularidades que comparten estas industrias, es el sistema de trabajo, el cual puede ser considerado arcaico y con poca automatización de las tareas. Lo cual es un desafío para las empresas que compiten actualmente y una barrera de entrada en términos de requerimiento de capital e inversión para quienes deseen ingresar a este rubro y crear valor. Además, el sistema de producción está sometido a riesgos ambientales, sequías, incendios forestales, enfermedades u hongos que podrían afectar la producción propia de la uva. Esto implica mayor inversión en prevención y seguros en

caso de imprevistos, lo que la convertiría en una industria poco atractiva para ingresar en desde el punto de vista productivo.

Por otro lado, analizando el poder de negociación de clientes y proveedores de la industria, ninguno representa más del 10% de las compras efectuadas para los participantes de esta industria y ninguna de estas compras es indispensable para los participantes de la industria.

La amenaza de sustitutos más latente es la cerveza. Así lo ha demostrado, debido a su exponencial difusión en el último tiempo. La accesibilidad, menor precio y bajos niveles de alcohol, lo ha convertido en una opción cada vez más atractiva para los consumidores. Y opciones de vinos y piscos, con niveles nulos de alcohol que se adaptan a los nuevos estilos de vida.

Bebidas no alcohólicas

Los volúmenes en el sector continuarán creciendo en menor medida que 2022, en un contexto de menor liquidez en la economía chilena. Hay estudios que indican que entre 2002 y 2015 el mercado de bebidas no alcohólicas creció un 15% a nivel global y se espera que siga creciendo al mismo ritmo. (*IWRS, 2021*). Es una industria que promete seguir en expansión y que se adapta a estilos de vida más saludables y preferencias donde no haya alcohol de por medio. Desde el punto de vista de los consumidores, hoy cuenta con una amplia gama de productos que se ha adecuando a los distintos estilos de vida antes expuestos. En donde, la compra es informada, con alto poder de comparación y bajos costos de cambio.

Al igual que las otras industrias sigue siendo altamente concentrada, aunque se puede observar múltiples marcas, submarcas, opciones más saludables, con/sin azúcar e infinitas opciones. Todas estas son producidas, licenciadas y/o distribuidas por 3 grandes actores; CCU, Embotelladora Andina y Coca Embonor. En Chile a diciembre del 2022, la participación de mercado de Embotelladora Andina llegó a 64,1% en la categoría de gaseosas, a 40,2% en aguas, y a 40,8% en bebidas no carbonatadas. Por otro lado, Coca Cola Embonor, alcanzó los 64%, 40% y 44% en participación de mercado en Gaseosas, Jugos y otros, Aguas.

Una de las grandes barreras de entrada para los nuevos entrantes, está relacionada con lograr el posicionamiento que tienen las actuales marcas de bebidas no alcohólicas. Ejemplos como marcas de jugos, néctares o de bebidas, que forman parte del día a día de los consumidores y han generado una asociación instantánea entre la marca y el producto. Es algo difícil de imitar, que conlleva tiempo y profundo esfuerzo de marketing.

2.2.1 Principales competidores y comparables

Considerando el análisis de la industria donde participa CCU, se identifican las siguientes empresas comparables:

AB InBev

Anheuser-Busch Inbev SA es una empresa con sede en Bélgica. Actualmente, la compañía de cervezas más grande del mundo.

Cuenta con una variedad de marcas entre ellas; Budweiser, Corona y Stella Artois; marcas internacionales, incluidas Beck's, Leffe y Hoegaarden, y campeones locales, como Bud Light, Skol, Brahma, Antarctica, Quilmes, Victoria, Modelo Especial, Michelob Ultra, entre otras. El negocio de refrescos de la Compañía consiste tanto en producción propia como en acuerdos con PepsiCo relacionados con acuerdos de embotellado y distribución entre sus diversas subsidiarias y PepsiCo.

Respecto a resultados financieros relevantes, a diciembre del 2022:

- **EBITDA ajustado** consolidado de 19.466 millones de dólares, un 1,8% por sobre el año anterior y un -6,4% respecto del 2019, último año antes de la pandemia.
- Respecto a los **ingresos totales** que se concentran solo en un rubro, los cuales alcanzaron los 57.786 millones de dólares, un 6,4% más altos que en el año 2021.

Cuadro 7: Resumen Ab inbev

Antecedentes	Ab inbev
Mercados; Ticker o Nemotecnico	Euronext; ABI, NYSE; BUD, Mexbol; ANB y JSE; ANH
Clase de acción (cantidad)	Acciones ordinarias (1.693.242.156); Acciones restringidas (325.999.817)
Derechos de cada clase	Los tenedores de acciones ordinarias y restringidas tienen derecho a recibir dividendos según se declaren de vez en cuando y tienen derecho a un voto por compartir en reuniones de la empresa. Con respecto a las acciones restringidas (propiedad de Ab-inbev), los derechos están suspendidos. Las acciones restringidas no cotizan en bolsa, no están admitidas a negociación en ninguna bolsa de valores y están sujetas, entre otras cosas, a restricciones sobre transferencia hasta su conversión en nuevas acciones ordinarias
Sector e industria	Bebidas alcohólicas
Países y negocios	La compañía opera en 7 segmentos, clasificados por ubicación geográfica; América del Norte, México, América Latina Norte, América Latina Sur, Europa, Asia Pacífico y Exportaciones Globales y Holding Companies.
Rendimiento financiero acumulado 2022	Ingresos: M US\$ 57.786 EBITDA: M US\$ 19.466

Fuente: Elaboración propia con datos de reportes financieros de Ab inbev 2022.

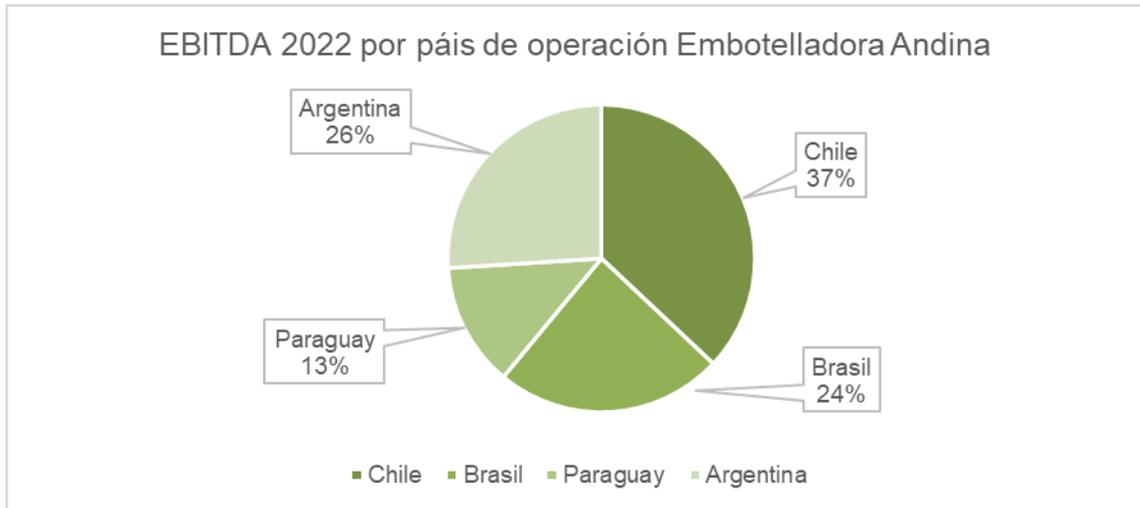
Embotelladora Andina

Compañía que cuenta con la licencia para producir y distribuir los productos de Coca Cola en Chile, Argentina, Brasil y Paraguay. Esta empresa, cuenta con un portafolio de productos que incluyen; Gaseosas, jugos, aguas y otras bebidas no alcohólicas. Adicionalmente, dentro de la categoría ha desarrollado más de 15 marcas en cada una de estas. Sin embargo, la organización del negocio y la creación de los estados financieros es en base al lugar geográfico de las operaciones. Actualmente, transa en dos bolsas; Bolsa de Comercio de Santiago (Chile) y NYSE (New York Stock Exchange).

Respecto a resultados financieros relevantes, a diciembre del 2022:

- EBITDA ajustado consolidado de Ch\$464.510 millones, un 16,9% por sobre el año anterior y un 33,1% respecto del 2019, último año antes de la pandemia. Al 2022 este se divide de la siguiente forma de acuerdo con el país de operación (Gráfico 4):

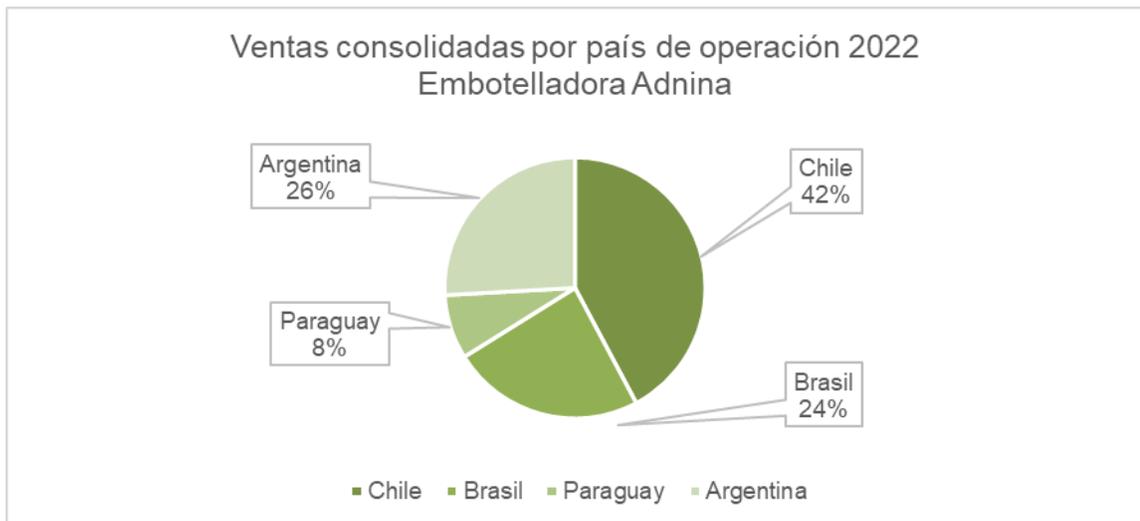
Gráfico 4: Ebitda por país de operación



Fuente: Embotelladora Andina S.A., Memoria Integrada 2022

- Ingresos por ventas alcanzaron los M\$ 2.656.878.395 (75670,8 UF) en los 4 países donde opera la compañía y se subdividieron de la siguiente manera:

Gráfico 5: Ventas consolidadas por país de operación

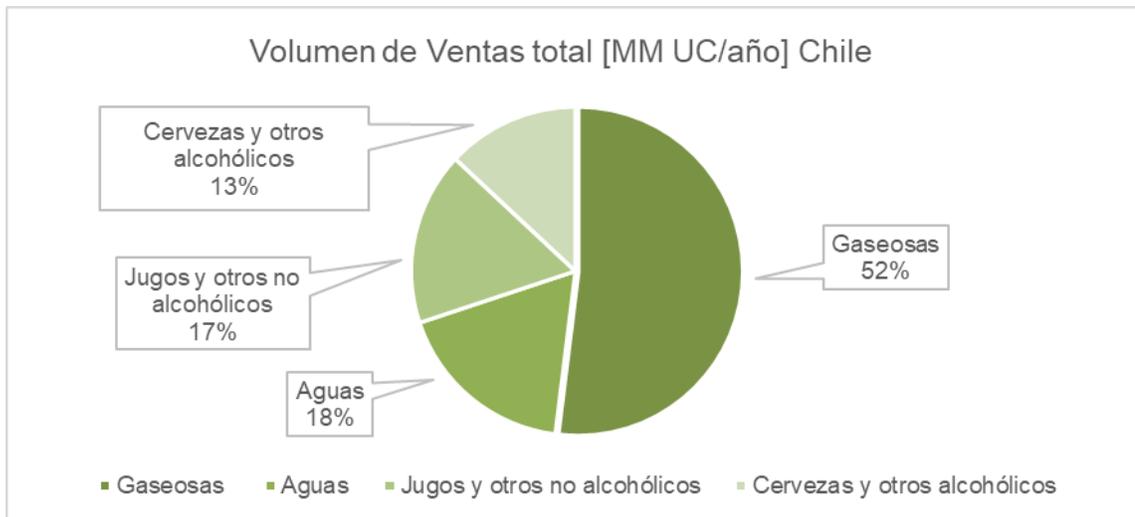


Fuente: Embotelladora Andina S.A., Memoria Integrada 2022

Finalmente, analizamos la importancia relativa de cada categoría de producto específicamente en Chile observamos que la categoría de productos de “gaseosas”

lidera con el 52% del volumen total de ventas y se impone con 64% de participación de mercado, ambas en Chile a diciembre del 2022:

Gráfico 6: Volumen de ventas total Embotelladora Andina Chile



Fuente: Embotelladora Andina S.A., Memoria Integrada 2022

Cuadro 8: Resumen Embotelladora Andina S.A.

Antecedentes	Embotelladora Andina S.A.
Mercados; Ticker o Nemotecnico	Bolsa de Comercio de Santiago: Andina-A y Andina B NYSE: AKO/A y AKO/B
Clase de acción (cantidad)	473.289.301 acciones de la Serie A 473.281.303 acciones de la Serie B
Derechos de cada clase	La <u>Serie A</u> tienen derecho a elegir 12 de los 14 directores, las acciones de la <u>Serie B</u> tienen derecho a elegir 2 de los 14 directores y a recibir todos y cualquiera de los dividendos que por acción distribuya la Compañía, sean provisorios, definitivos, mínimos obligatorios, adicionales o eventuales, aumentados en un 10%.
Sector e industria	Gaseosas, jugos, aguas y otras bebidas no alcohólicas.
Países y negocios	Chile, Brasil, Paraguay y Argentina.
Clasificación de riesgo	AA+
Rendimiento financiero acumulado 2022	Ingresos: M US\$ 3.058,4 EBITDA : M US\$ 534,7

Fuente: Elaboración propia

- **Coca-Cola Embonor S.A.**

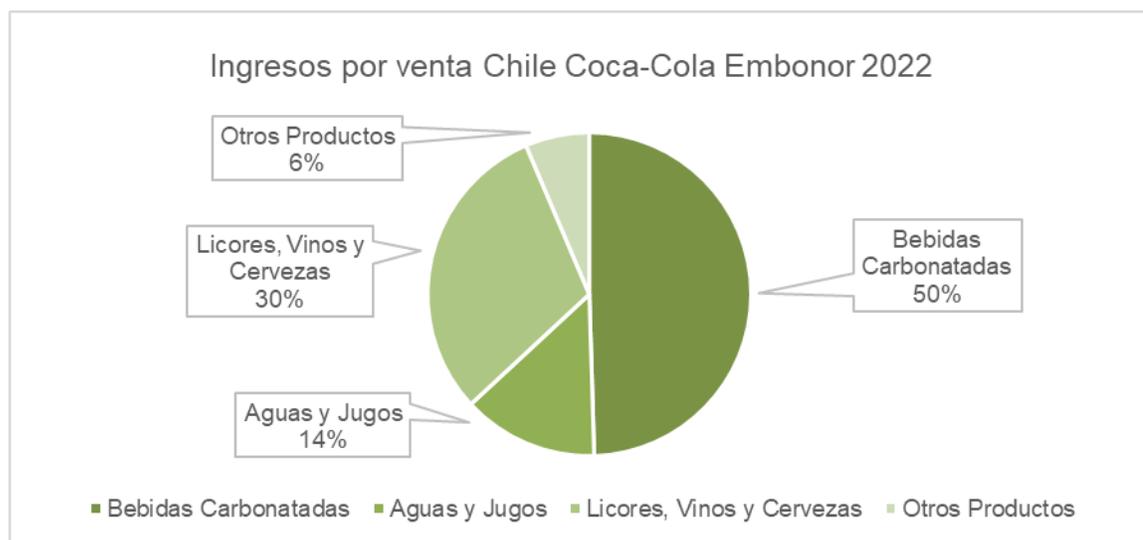
Coca-Cola Embonor es una sociedad anónima abierta, que transa en Bolsa de Comercio de Santiago bajo nemotécnico EMBONOR-B. Esta compañía tiene como objeto comercializar, embotellar y distribuir bebidas gaseosas y no carbonatadas, además de comercializar y distribuir cervezas, vinos y licores. En la categoría de bebidas analcohólicas, opera bajo la licencia de The Coca-Cola Company y desarrolla su actividad en Chile a través de Coca-Cola Embonor S.A. y Embotelladora Iquique S.A., y en Bolivia, a través de Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A.

La forma de organizar su negocio es en base a los tipos de canales que atiende. Entre ellos, mercado de canal tradicional, supermercados, comer y beber, mayorista y otros.

Respecto a resultados financieros relevantes, a diciembre de 2022:

- El EBITDA creció 10,9% respecto del mismo período del año anterior llegando a M\$ 177.546.108. Este crecimiento responde al aumento de los ingresos, impulsado por el crecimiento de las ventas de la franquicia Coca-Cola y las nuevas categorías, además de una adecuada gestión comercial en el mercado.
- Respecto a los Ingresos por ventas, crecieron un 19,1% respecto del 2021. Específicamente en Chile, los ingresos se concentran en las “Bebidas Carbonatadas” y el resto de ingreso se distribuyen de la siguiente forma:

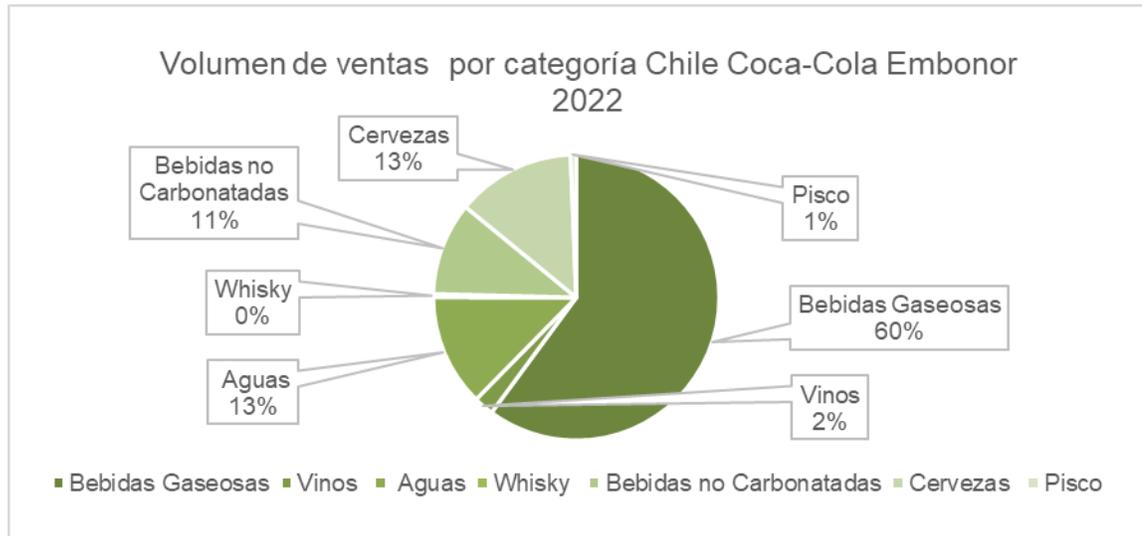
Gráfico 7: Ingreso por ventas Coca-Cola Embonor Chile



Fuente: Coca-Cola Embonor S.A., Memoria Integrada 2022

Finalmente, como es de esperar, el volumen de ventas sigue la misma tendencia:

Gráfico 8: Porcentaje volumen de ventas por categoría Chile 2022



Fuente: Coca-Cola Embonor S.A., Memoria Integrada 2022

Cuadro 9: Resumen informativo de Coca-Cola Embonor S.A.

Antecedentes	Coca-Cola Embonor S.A.
Mercados; Ticker o Nemotecnico	Bolsa de Comercio de Santiago: Embonor-A/Embonor-B
Clase de acción (cantidad)	244.420.704 acciones de la Serie A 266.432.526 acciones de la Serie B
Derechos de cada clase	La serie A , tienen derecho de elegir 6 directores titulares de la sociedad, con sus respectivos suplentes. Además, de tener derecho a voto pleno y sin limitaciones La serie B Derecho a recibir todos y cualquiera de los dividendos que por acción distribuya la Sociedad, aumentados en un 5%, respecto de los que recibieron los accionistas de la Serie A. Sin embargo, tienen derecho a voto limitado, pudiendo votar sólo respecto de la siguiente materia: la elección de un director Titular de la Sociedad y su respectivo Suplente.
Sector e industria	Gaseosas, aguas y bebidas no carbonatadas.
Países y negocios	Chile y Bolivia
Clasificación de riesgo	AA
Rendimiento financiero acumulado 2022	Ingresos: MM\$1.113.178 EBITDA: MM\$ 177.546

Fuente: Coca-Cola Embonor S.A., Memoria Integrada 2022

- **Viña Concha Y Toro**

Viña Concha y Toro es una sociedad anónima abierta, que transa en Bolsa de Comercio de Santiago bajo nemotécnico CONCHATORO.

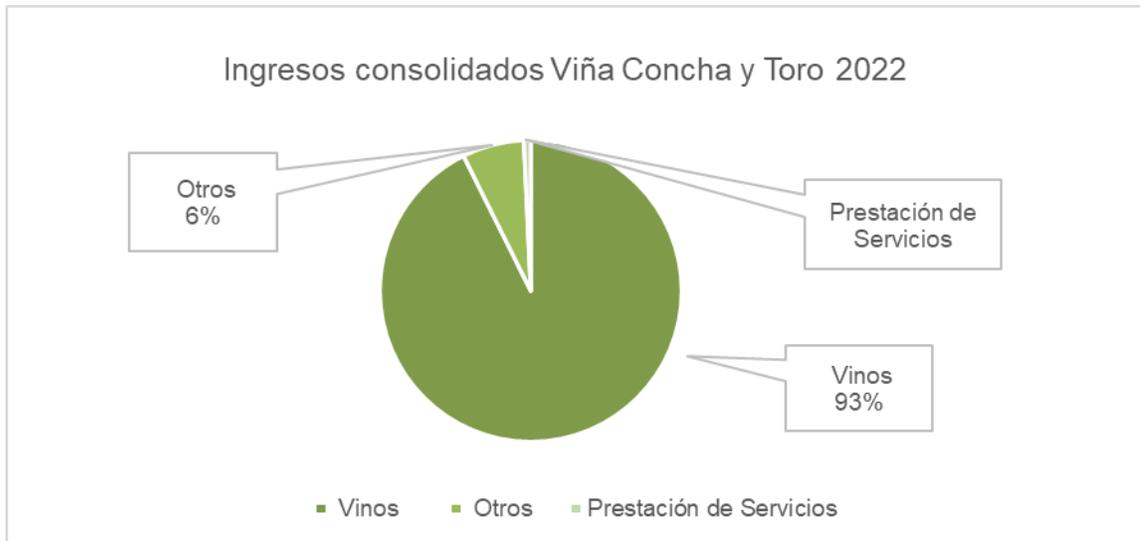
Esta empresa desarrolla sus actividades productivas en el sector industrial vitivinícola de Chile, Argentina y Estados Unidos. Actualmente, es la segunda comercializadora de vino en Chile y de acuerdo con A.C. Nielsen, en 2022 tuvo una participación en el mercado doméstico de un 29,9% en términos de valor.

Viña Concha y Toro y sus subsidiarias operan en los siguientes segmentos de negocios; Vinos, Otros (distribución de licores y cervezas premium) e Inmobiliario. No obstante, la información financiera se organiza en 3 categorías: Vinos, Prestación de servicios (realizar inversiones en bienes raíces rústicos o urbanos, adquirirlos, venderlos y construirlos, sea por cuenta propia o ajena, administrarlos y percibir sus frutos) y Otros.

Respecto a resultados financieros relevantes, a diciembre de 2022:

- El EBITDA fue de \$135.227 millones, un 17,7% menor a la cifra de 2021
- Los ingresos totales alcanzaron los 870.582 millones de pesos, de los cuales el 79,6% se concentran en Chile, le siguen Estados Unidos y Argentina con un 10,7% y 9,7% del total de ventas, respectivamente. Respecto a la subdivisión de los ingresos por categoría y la forma en que opera la empresa (Gráfico 9). Se puede apreciar que el negocio principal gira en torno a la venta de Vinos, con el 93% de las ventas.

Gráfico 9: Ingreso por venta Consolidados por categoría 2022



Fuente: Viña Concha y Toro S.A., Memoria Integrada 2022

Cuadro 10: Resumen Viña Concha y Toro S.A.

Antecedentes	Viña Concha y Toro
Mercados; Ticker o Nemotecnico	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile: CONCHATORO
Clase de acción (cantidad)	747.005.982 acciones.
Derechos de cada clase	Todos los accionistas tienen derecho al mismo dividendo y los mismos derechos a voto.
Sector e industria	Bebidas alcohólicas
Países y negocios	Exportación a más de 130 destinos, los principales son: Estados Unidos, Argentina, México, Canadá, entre otros.
Clasificación de riesgo	AA
Rendimiento financiero acumulado 2022	Ingresos: \$870.582 millones
	EBITDA: \$135.227 millones

Fuente: Viña Concha y Toro S.A., Memoria Integrada 2022

2.2.2 Regulación y Fiscalización Chile

1. Regulaciones en el Marco Corporativo:

- CCU está tiene un Código de Conducta del Directorio , el cual basa su interpretación respecto a la Ley N°8.046 sobre Sociedades Anónimas y su Reglamento, la Ley N°18.045 de Mercado de Valores y su Reglamento, y la Ley

N°20.393 sobre Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas, así como la regulación impartida por las entidades públicas correspondientes, en especial de la CMF, y la normativa, políticas y procedimientos internos de la Compañía, incluyendo los estatus sociales vigentes y el Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado (“MMIIM”).

- Adicionalmente, vela por el cumplimiento a las regulaciones de la Securities Exchange Act de 1934, la Sarbanes Oxley Act de 2002 (“Ley SOX”) y de la normativa dictada al respecto por la Securities and Exchange Commission (“SEC”) y del NYSE, que es aplicable a CCU S.A. en tanto emisor de ADRs que se transan en el NYSE.

2. Regulaciones ambientales:

- Ley N°20.920, llamada Ley de Responsabilidad Extendida del Productor y Fomento al Reciclaje (“Ley REP”), apunta a consolidar una industria responsable de la cadena de sus productos, por medio de la prevención de generación de residuos y de su recuperación y reciclaje. Además, la Ley N°21.368, que regula los productos de plástico de un solo uso y las botellas de plástico, y que refuerza la retornabilidad.

3. Regulación sobre bienes producidos:

- Reglamento Sanitario de los Alimentos para los productos sin alcohol (gaseosas, agua, néctares, jugos en polvo, energéticas), y su modificación con la Ley N° 20.606, “Sobre composición nutricional de los alimentos”.
- Ley N°18.455, que fija Normas Sobre Producción, Elaboración y Comercialización de Alcoholes Etílicos, Bebidas Alcohólicas y Vinagres, reglamentada en el Decreto N°78 del Ministerio de Agricultura de 1986.
- Ley N°19.925: Ley sobre expendio y consumo de bebidas alcohólicas: regula el expendio de bebidas alcohólicas, su etiquetado y normas sobre publicidad; las medidas de prevención y rehabilitación del alcoholismo, y las sanciones y los procedimientos aplicables a quienes infrinjan las disposiciones pertinentes.

- Ley N°21.363 que establece normas en materia de Comercialización y Publicidad de Bebidas Alcohólicas, disponiendo, entre otros, la incorporación de advertencias sobre el consumo de alcohol en el etiquetado y la publicidad, entre otros.
- Decreto 521, Fija el reglamento de la denominación de origen Pisco: El presente reglamento regula el uso de la denominación de origen pisco y las condiciones, características y modalidades que deben cumplir respecto de la materia prima a utilizar, elaboración y envasado de este producto

3. ANÁLISIS DEL NEGOCIO.

3.1 Análisis de crecimiento de la empresa.

Como se mencionó con anterioridad, la empresa definió tres segmentos de operación que son: Chile, Negocios internacionales y Vinos. En el cuadro 11 se pueden ver los ingresos por venta por segmento de operación en UF, con el valor de la UF al cierre de cada EEFF. Hay que tener en cuenta que en este sólo se consideró el ingreso por venta, es decir, se dejan fuera las cuentas “Otros ingresos” e “ingresos por venta entre segmentos” para enfocarnos en las cuentas netamente operacionales de la compañía.

Cuadro 11: Ingresos por ventas por segmento

Ingresos por ventas por segmento en MUF	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Chile	39.214	40.058	41.561	49.648	46.342	13.261
Negocios internacionales	17.194	15.976	13.454	21.226	21.683	5.435
Vinos	7.303	7.179	7.680	7.914	7.656	1.358
Total MUF	63.711	63.213	62.696	78.788	75.680	20.054

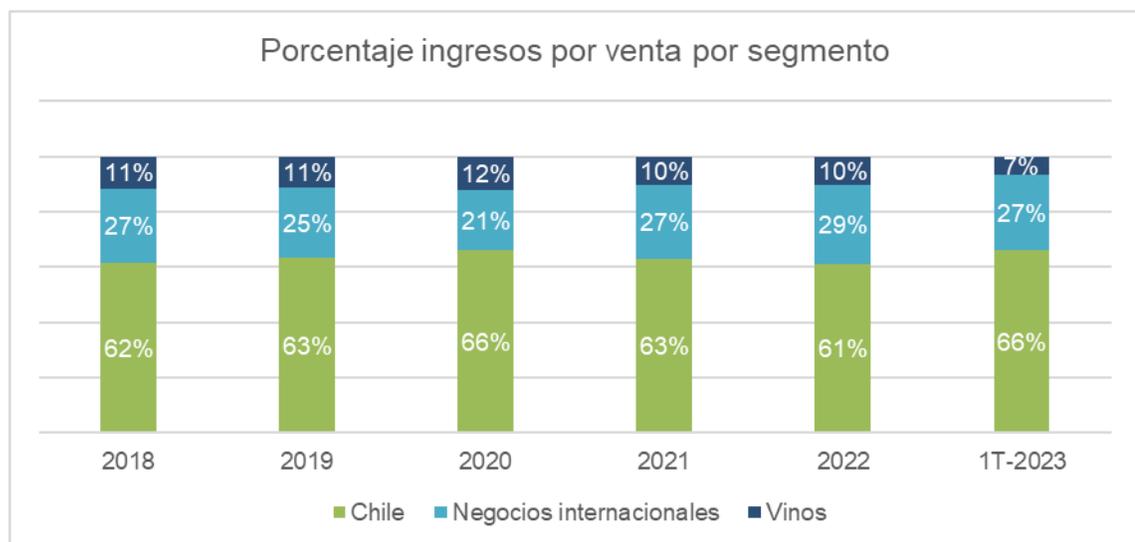
Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Podemos notar que el segmento Chile siempre posee un mayor ingreso por ventas que Negocios Internacionales y Vinos. Por otro lado, el mismo segmento evidencia un crecimiento constante hasta el año 2021, donde alcanza su mayor valor cercano a las MUF 50.000, para inmediatamente presentar una caída de alrededor de un 7% para el

año 2022 alcanzando MUF 46.342. La caída antes mencionada se puede relacionar con la crisis tanto sanitaria como económica en la que estuvo inmersa tanto Chile como el mundo. Negocios internacionales y Vinos presentan un ingreso por venta relativamente constante.

En el gráfico 10 se puede ver de una forma más visual la relevancia que tiene el segmento Chile en la compañía, mostrando como porcentajes los ingresos por ventas que representan cada segmento. Por ende, en primer lugar, vemos una participación de entre el 62% a 66% de los ingresos por ventas sobre el total del segmento Chile, con un promedio entre estas fechas de 64%. Le sigue el segmento de Negocios Internacionales que representan alrededor de un 25% y 27% de los ingresos por ventas totales, con un promedio de 26%. Finalmente está el segmento de Vinos que representa entre un 7% y 12% del total, con un promedio de 10%. Podemos notar que el segmento Chile ha aumentado su relevancia dentro de la compañía, mientras que Negocios internacionales se ha mantenido relativamente constante, pero Vinos ha presentado una caída en su porcentaje de ingresos por ventas sobre el total.

Gráfico 10: Porcentaje ingreso por ventas por segmento



Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Por último, para el análisis por segmento se agregará la variación porcentual que existió por segmento en cada año para, más adelante, analizar con más detalle estos cambios.

Cuadro 12: Variación anual de ingresos por ventas por segmento

Segmentos	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023*
Chile	2,15%	3,75%	19,46%	-6,66%	-5,66%
Negocios internacionales	-7,09%	-15,78%	57,76%	2,15%	-5,95%
Vinos	-1,70%	6,99%	3,04%	-3,27%	-26,00%
% variación anual	-0,78%	-0,82%	25,67%	-3,94%	-7,46%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

* Esta columna fue calculada como la variación porcentual entre los ingresos por ventas desde el 31-03-2022 hasta el 31-03-2023 para poder tener un crecimiento representativo

Podemos notar que el mayor aumento es de Negocios internacionales en el año 2021 con un 57%. En términos netos se puede ver que los ingresos por ventas fueron decreciendo hasta el año 2020. En el 2021 se ve un crecimiento respecto al año anterior de un 25.67% que puede ser explicado por las ayudas gubernamentales entregadas en ese año. Para posteriormente seguir decayendo. La última columna del cuadro 12 fue calculada con la información de los ingresos por ventas de cada segmento del primer trimestre del año 2022 al primer trimestre del año 2023, para que no existiera una distorsión de estas cuentas al estar realizando cálculos anuales y pasar a un cálculo con la información de un sólo trimestre.

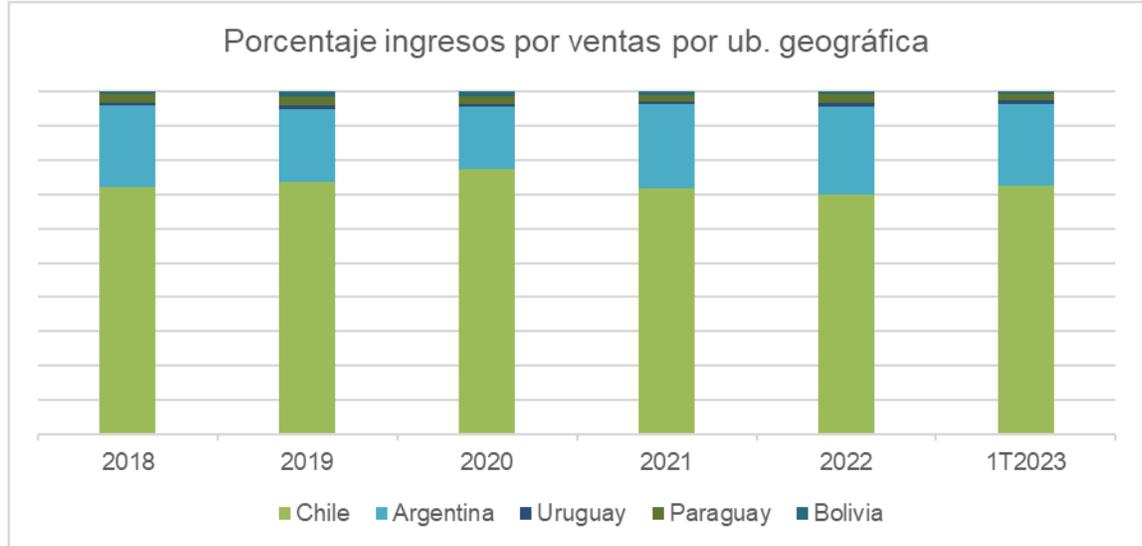
Ahora bien, para los ingresos por ventas por país se pueden ver en el cuadro 13. Y de forma más visual en el gráfico 11.

Cuadro 13: Ingresos por ventas por país en MUF

Ingresos por ventas por ub. Geográfica en MUF	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Chile	46.779	47.417	49.425	57.489	54.014	14.717
Argentina	15.295	13.792	11.634	19.767	19.946	4.871
Uruguay	642	629	670	698	825	215
Paraguay	1.580	1.665	1.350	1.558	1.869	386
Bolivia	395	875	821	661	571	130
Total MUF	64.692	64.378	63.900	80.173	77.225	20.318

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Gráfico 11: Porcentaje de ingresos por ventas por país



Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Podemos notar que Chile siempre representa una gran proporción de los ingresos por ventas totales según país. El ingreso por ventas promedio que representa Chile sobre el total de los ingresos por ventas por país es de 73%. Luego le sigue Argentina con una participación sobre los ingresos promedio de 23%. En menores medidas se encuentran Bolivia, Uruguay y Paraguay con una proporción promedio de 0.9%, 1.0% y 2.2% respectivamente.

En cuanto a cambios porcentuales respecto al periodo anterior sobre los ingresos por ventas en cada país se puede ver en el cuadro 14.

Cuadro 14: Crecimiento respecto periodo anterior según país

Crecimiento ingresos por ub. Geográfica	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023*
Chile	1,4%	4,2%	16,3%	-6,0%	-7,6%
Argentina	-9,8%	-15,6%	69,9%	0,9%	-8,5%
Uruguay	-2,1%	6,6%	4,2%	18,1%	0,3%
Paraguay	5,4%	-18,9%	15,4%	20,0%	-14,1%
Bolivia	121,5%	-6,2%	-19,5%	-13,6%	-17,4%
Total MUF	-0,5%	-0,7%	25,5%	-3,7%	-8,0%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

**Esta columna fue calculada como la variación porcentual entre los ingresos por ventas desde el 31-03-2022 hasta el 31-03-2023 para poder tener un crecimiento representativo*

Podemos notar que Chile posee crecimientos comparado con el año anterior hasta el año 2021, donde incluso posee su máximo crecimiento de 16.3%, luego decrece incluso en el año calendario 31-03-2022 hasta 31-03-2023. Podemos notar que Argentina tuvo el mayor crecimiento en el año 2021 alcanzando un crecimiento de 69.9%.

A continuación, se analizará con más detalles los movimientos y explicaciones de los ingresos y gastos por año con información de la memoria anual.

1. En 2018, los Ingresos por ventas de Compañía Cervecerías Unidas S.A. y sus subsidiarias (“CCU” o la “Compañía”) aumentaron 5,0%, alcanzando CLP 1.783.282 millones, como consecuencia de un volumen de ventas consolidado 9,6% más alto, parcialmente compensado por un precio promedio 4,2% más bajo. La disminución del precio promedio se explica, principalmente, por la fuerte depreciación del peso argentino (“ARS”) contra el peso chileno (“CLP”). El Margen Bruto presentó un crecimiento de 2,6%, como resultado del aumento de 5,0% de los Ingresos por ventas parcialmente contrarrestado por un Costo de ventas 7,7% mayor. Este incremento en el Costo de ventas se explica principalmente por el mayor volumen de ventas, el elevado costo de la uva y el impacto adverso que tuvo la fuerte depreciación del ARS sobre los costos denominados en dólares (“USD”) (Memoria Anual CCU, 2018).
 - En el segmento Chile, mostró un aumento de volúmenes de 5,6%, alcanzando 18,9 millones de hectolitros, con un precio promedio que aumentó un 0,3%, esto provocó un aumento del ingreso por venta. Costos por ventas también aumentó, principalmente explicado por el crecimiento de volúmenes, dado que el costo por hectolitro disminuyó 1,9%. Esto se debió a mayores eficiencias gracias al Plan “ExCCelencia CCU”, el impacto favorable en los costos de la apreciación del CLP/USD y la disminución en el costo del azúcar. Pero aumentó el costo del aluminio, PET y petróleo.

- El segmento Negocios operacionales, mostró un aumento de volúmenes de 23,0% dado principalmente por una mayor participación en Bebidas Bolivianas. Ingresos por ventas crecieron 5,1%, explicado porque el precio en CLP disminuyó por la fuerte depreciación del peso argentino. El costo de ventas aumentó 20,8%, provocado por mayores volúmenes y la depreciación antes mencionada.
 - El segmento Vinos, mostró una caída en sus volúmenes de 3,0% con un mayor precio, impulsado principalmente por alzas del precio. El Costo de ventas por hectolitro aumentó 8,8%, luego de las débiles vendimias en el año 2016.
2. En 2019, los Ingresos por ventas de Compañía Cervecerías Unidas S.A. y sus subsidiarias (“CCU” o la “Compañía”) aumentaron en un 2,2%, consecuencia de un alza de 5,3% en los volúmenes en donde se superaron por primera vez los 30 millones de hectolitros. Esto fue parcialmente compensado por una caída de 2,9% en el precio promedio medido en CLP (Memoria Anual CCU, 2019).
- En el segmento Chile, mostró un aumento en volúmenes de 4,9% lo que permitió lograr ingresos por ventas 4,9% mayores. Los precios promedio se mantuvieron estables. El Costo de ventas aumentó 7,7%, principalmente explicado por el crecimiento de volúmenes, sumado a un aumento de 2,7% en el Costo de ventas por hectolitro, como resultado de la depreciación de 9,7% del CLP contra el USD
 - El segmento Negocios operacionales, mostró un aumento en volúmenes de 7,6%, explicado principalmente por Argentina y la consolidación de las operaciones en Bolivia. El precio promedio disminuyó explicado por la fuerte depreciación del peso argentino frente al peso chileno. Dado esto, los ingresos por ventas cayeron en 4%. El costo por venta por hectolitro aumentó en 0.6% dada la inflación en Argentina junto con la devaluación de la moneda frente al dólar, afectando las cuentas en esta moneda.

- El segmento Vinos, registró un alza en sus volúmenes de 0,5%. El precio promedio en CLP se incrementó un 2,3%, impulsado por el fortalecimiento de los ingresos de exportación dado por la apreciación del USD. Como consecuencia, aumentaron los ingresos por ventas y disminuyeron los costos por venta en 2,8% y 3,8% respectivamente. Esto también está dado por buenos años de vendimia.
3. En el año 2020, los Ingresos por ventas aumentaron en un 1,9%, Los mayores ingresos fueron explicados por un alza de 2,2% en los volúmenes consolidados, compensado parcialmente por una disminución de 0,3% en los precios promedio en CLP, recalcar que hubo una contracción en el segundo y tercer trimestre del año. La disminución de los precios promedio en CLP se explica por la caída del 12,1% en el Segmento de operación Negocios Internacionales por la depreciación del peso argentino (Memoria Anual CCU, 2020).
- En el segmento Chile, mostró un aumento en volúmenes de 3,4%. Los precios promedio se incrementaron en un 3,2%, principalmente por iniciativas de gestión de ingresos, lo que provocó un alza de 6,7% en Ingresos por ventas. El Costo de ventas aumentó un 15,9%, principalmente explicado por un alza de 12,1% en el Costo de ventas por hectolitro por la depreciación del peso chileno frente al dólar, compensado parcialmente por menores costos en materias primas.
 - El segmento Negocios operacionales, mostró una caída de 1,3% en volúmenes, explicado principalmente por el impacto negativo por las restricciones para controlar la pandemia. Dada la depreciación del peso argentino frente al chileno, los Ingresos por ventas disminuyeron 13,3%. El Costo de ventas por hectolitro en CLP disminuyó 6,5% dada la depreciación antes mencionada.
 - El segmento Vinos, registró un alza en sus volúmenes de 10,2%. El precio promedio en CLP se incrementó un 0,5%, impulsado por el fortalecimiento de los ingresos de exportación como consecuencia de la apreciación del

USD. Los ingresos por ventas subieron un 10,8%. El Costo de ventas por hectolitro disminuyó 1,7%, producto de un menor costo del vino.

4. En el año 2021, los Ingresos por ventas de CCU consolidado aumentaron 33,8%. Los mayores ingresos fueron explicados por un alza de 13,0% en los volúmenes consolidados y un alza de 18,3% en los precios promedio en CLP, explicado principalmente por el segmento de operación Chile. El positivo crecimiento en volumen fue resultado de una recuperación en el consumo. Los precios subieron en línea con la inflación mientras que la devaluación fue significativamente inferior a la inflación (Memoria Anual CCU, 2021).

- En el segmento Chile, mostró un aumento en volúmenes de 16,7%, los precios promedio se incrementaron 8,8% dado un buen desempeño de marca y gestión de ingresos. Dado esto, hubo un aumento del 27% en ingresos por ventas. El costo de ventas aumentó 29,5%, por mayores volúmenes y un 11,0% de crecimiento en el Costo de venta por hectolitro, explicado por mayores costos en materias primas (aluminio, PET y azúcar).
- El segmento Negocios operacionales, mostró un alza de 7,3% en volúmenes. El precio promedio en CLP aumentó 56,9%, por ende, los Ingresos por ventas aumentaron 68,3%. El Costo de venta por hectolitro aumentó 38,4% en CLP, explicado por mayores costos indexados al dólar, (devaluación del ARS contra el USD) y por aumento de valores de materias primas.
- El segmento Vinos, registró un alza en sus volúmenes de 2,9%, donde el precio promedio en CLP incrementó 8,1%. Por ende, los Ingresos por ventas subieron 11,2%, El Costo de ventas por hectolitro aumentó 11,1% producto de un mayor costo del vino.

5. En el año 2022, los Ingresos por ventas de CCU consolidado aumentaron 9,1% explicados por un alza de 10,3% en los precios promedio, mientras que los

volúmenes se contrajeron 1,1%. La disminución de los volúmenes se explica por una disminución de 2,1% en el Segmento de operación Chile por un menor consumo (Memoria Anual CCU, 2022).

- En el segmento Chile, los Ingresos por ventas registraron un alza de 6,0% por un aumento en los precios promedio de 8,3%, contrarrestado por una contracción de 2,1% en los volúmenes por debilitamiento del consumo privado. El costo de ventas aumentó 19,9% explicado en gran parte por el aumento del costo por venta por hectolitro, dado la depreciación del peso frente al dólar y aumento en el precio de materias primas.
- En el segmento Negocios operacionales, los Ingresos por ventas aumentaron 15,4%, explicado en mayor medida por un aumento en el precio promedio en CLP. El Costo de venta por hectolitro aumentó 12,8% en CLP por mayor costo de materias primas y empaque, inflación y devaluación del peso argentino frente al dólar.
- En el segmento Vinos, los Ingresos por ventas subieron 13,3% como consecuencia de mayores precios promedio y por una depreciación del CLP frente al dólar que favorece la exportación. El Costo de ventas por hectolitro aumentó 15,5% dado mayores costos de empaque y presiones inflacionarias.

Para marzo del 2023, el crecimiento se calculó con respecto a marzo del 2022, para respetar la estacionalidad de los costos. El cual muestra signos positivos en todos los segmentos, con la disminución de los costos de venta, gracias a la estabilización de las realidades económicas, tanto en Chile como en el extranjero.

3.2 Análisis de costos y gastos operacionales

Los costos por ventas y gastos operacionales de la empresa se presentan a por segmento operacional; Costos por ventas, MSD&A (Costos de distribución + Costos de administración) y Otros gastos(ingresos). Adicionalmente, de manera separada se expone el análisis de la depreciación y amortización de la empresa, respecto a los costos operconsolidados.

3.2.1 Evolución de costos de venta consolidado y por segmento.

Cuadro 15: Evolución de Costo de venta consolidado y por segmento

Evolucion costos por venta	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Consolidado	4,67%	2,84%	5,50%	23,11%	3,53%	-10,73%
Segmento Chile	0,76%	4,91%	12,90%	21,47%	5,83%	-11,03%
Segmento Negocios Internacionales	17,48%	5,33%	-10,13%	39,30%	0,68%	-10,81%
Segmento Vinos	2,63%	-5,92%	5,52%	7,23%	1,35%	-18,23%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

* Las diferencias porcentuales al 31-03-2023 son con respecto al 31-03-2022.

Tal como se mencionó en la sección anterior, los costos de venta experimentaron variaciones debido a factores macroeconómicos y productivos. La devaluación de la moneda y el encarecimiento de materias primas afectaron negativamente los costos, mientras que eficiencias operativas y estabilidad en la producción contribuyeron a reducciones. La pandemia en 2021 generó impactos económicos y encarecimiento de materias primas. En 2022, se normalizó, pero la devaluación continuó afectando. En marzo de 2023, la estabilización económica condujo a reducciones en los costos en todos los segmentos.

Cuadro 16: Evolución de MSD&A consolidado y por segmento

Evolución de MSD&A	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023*
Consolidado	4,86%	-3,10%	-0,23%	18,25%	1,75%	-3,61%
Segmento Chile	3,32%	2,60%	0,69%	7,17%	-5,23%	7,39%
Segmento Negocios Internacionales	-9,15%	-2,83%	-12,22%	42,76%	1,71%	-2,89%
Segmento Vinos	-5,55%	3,29%	13,49%	-0,03%	-3,96%	-12,51%
Evolución de MSD&A	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023*
Consolidado	1,91%	3,37%	0,03%	25,17%	9,72%	15,14%
Segmento Chile	6,28%	5,37%	3,39%	14,26%	7,36%	20,42%
Segmento Negocios Internacionales	-6,55%	-0,21%	-9,87%	52,20%	15,22%	8,88%
Segmento Vinos	-2,84%	6,08%	16,54%	6,58%	8,80%	-1,90%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

* Crecimiento del año 2023 fue obtenido con los ingresos financieros de marzo del año 2022 y 2023 para no distorsionar resultados ante la diferencia entre costos de un año completo versus un trimestre.

Por otro lado, tenemos en el Cuadro 16 a MSD&A, tanto en miles pesos como en Miles de UF. Para el 2018, a nivel consolidado y en el segmento Chile, MSD&A aumentaron. A pesar de que de los buenos resultados del plan “ExCCelencia CCU” y a la dilución de

gastos fijos por mayor escala en los Segmento de operación Chile y Negocios Internacionales, estos fueron parcialmente contrarrestado por el alza en el precio del petróleo. Resultados muy distintos se observaron en el Segmento de Negocios Internacionales y Segmento de Vinos, debido que tanto en UF como pesos los MSD&A mostraron una disminución, por la mayor eficiencia de gastos y la efectiva dilución de costos fijos, antes expuestos.

En el 2019 los MSD&A a nivel consolidado en pesos aumentaron y en UF disminuyeron levemente. En el Segmento de Negocios Internacionales, en ambos casos disminuyeron los MSD&A y contrariamente en los segmentos restantes disminuyeron sus costos, respecto al año anterior.

Para el año 2020, MSD&A se mantuvo relativamente estable respecto al 2019, gracias a iniciativas de control de gastos a través del programa “ExCCelencia CCU”. El alza de esta cuenta se concentró en el segmento de Chile y Vinos, el cual fue contrarrestado por la baja de los costos en el segmento de Negocios internacionales, tanto en pesos como en UF.

En el año 2021 se apreciaron importantes alzas de MSD&A en todos los segmentos y tanto en pesos como en UF. Sin embargo, las iniciativas de control de gastos sí fueron efectivas, porque la proporción de este costo respecto a los ingresos disminuyó. Lo que sugiere que CCU no es ineficiente, sino que solo hubo un aumento en volumen de venta.

En el año 2022, MSD&A consolidado aumentó respecto al año anterior. Sin embargo, ocurre el mismo efecto que en el 2021, que CCU sigue siendo eficiente en términos de costos, porque la representación de esta cuenta con respecto a los ingresos sigue siendo baja, es decir, más rentable. Adicionalmente, este año es bastante particular porque la UF creció en un 14%. Por ende, cuando se realiza la conversión de los costos de pesos a UF, revela que el aumento de los costos se debe principalmente a la inflación. Por ejemplo, en pesos los costos aumentaban notablemente, pero en UF los costos disminuyen o crecen muy poco. Por lo tanto, es una realidad inflacionaria relevante de considerar.

Finalmente, a marzo del 2023, se calculó la evolución teniendo como punto de referencia marzo del 2022. Los resultados muestran una realidad inflacionaria similar a la expuesta

en el párrafo anterior. En donde la UF aumentó en un 12%, por lo que el crecimiento y decrecimiento de los costos en cada segmento, tomó tendencias contrarias dependiendo de la moneda con la que evalúa su evolución, es decir, UF o miles de pesos.

A continuación, se presentarán la importancia relativa de cada cuenta de costo y gasto operacional con respecto al total de costos y con respecto al ingreso por venta del año respectivo, información que se repetirá para los 3 segmentos.

Cuadro 17: Análisis vertical respecto a ingresos por segmento de operación

SEGMENTO CHILE	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Costo de Venta	-46,37%	-47,62%	-51,82%	-52,69%	-59,75%	-54,32%	-51,65%
MSD&A	-37,67%	-37,84%	-36,72%	-32,94%	-33,45%	-31,74%	-35,72%
SEGMENTO NEGOCIOS INTERNACIONALES	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Costo de Venta	-48,54%	-55,03%	-58,72%	-51,85%	-51,10%	-45,67%	-53,05%
MSD&A	-44,43%	-46,47%	-48,43%	-43,83%	-43,63%	-42,59%	-45,36%
SEGMENTO VINOS	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Costo de Venta	-66,20%	-63,36%	-62,49%	-65,03%	-68,13%	-74,00%	-65,04%
MSD&A	-26,03%	-27,36%	-29,02%	-28,15%	-27,95%	-34,26%	-27,70%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

El análisis vertical en relación con los ingresos es crucial, ya que resulta fundamental para proyectar los costos operacionales. La consistencia histórica de su proporción con respecto a los ingresos sugiere que tiende a mantenerse a lo largo del tiempo o aproximarse a una media establecida. Tal como se aprecia en el cuadro 17, el segmento Chile el costo de venta y MSD&A, representan un 51,65% y 35,72% del total de ingresos, respectivamente. En segundo lugar, segmento Negocios Internacionales el costo de venta y MSD&A, representan un 53,05% y 45,36% del total de ingresos, respectivamente. Y, por último, segmento Vinos, la cuenta operacional de costo de venta y MSD&A, representan un 65,04% y 27,7% del total de ingresos, respectivamente.

Otra cuenta relevante dentro de los costos operacionales es “otros gastos por función”.

Cuadro 18: Análisis vertical de Otros ingresos por función sobre ingreso

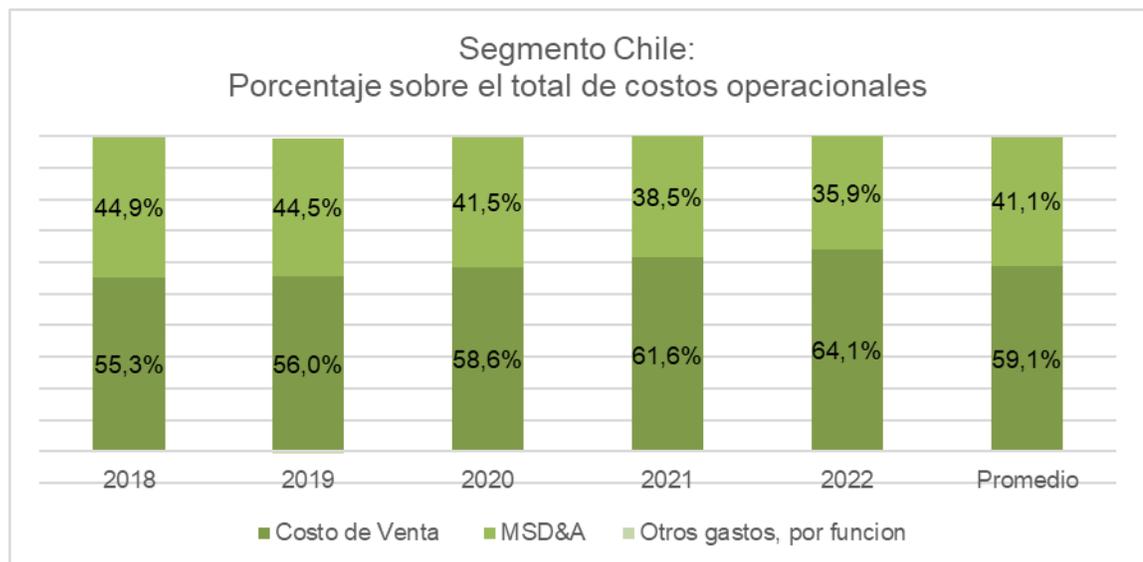
Porcentaje respecto a ingresos	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	Promedio
Otros ingresos por funcion	0,84%	1,24%	1,04%	0,48%	0,19%	0,76%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

El cuadro 18 presenta un promedio calculado con datos de 2018 a 2022. Sin embargo, en 2018 se excluyó una cuenta relacionada con ingresos por el término anticipado de la licencia Budweiser, una situación atípica que distorsionaba el cálculo. Por lo tanto, la cifra correspondiente a 2018 se ajustó de MUF 8.288 a MUF 546, alineándose con los valores de los demás años.

Para concluir el análisis de los costos operacionales, se realizará el cálculo de la importancia relativa de cada cuenta en relación con el total de costos operacionales. Esto se hará para el período comprendido entre 2018-2022 y su respectivo promedio, con cada uno de los 3 segmentos:

Gráfico 12: Segmento Chile: Porcentaje sobre el total de costos operacionales



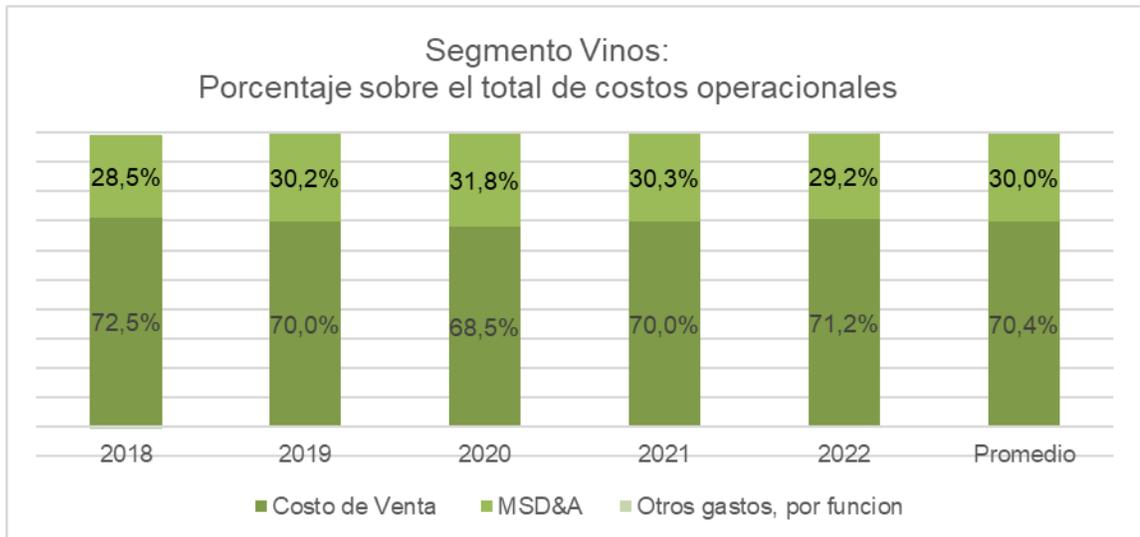
Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Gráfico 13: Segmento Negocios Internacionales: Porcentaje sobre el total de costos operacionales



Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Gráfico 14: Segmento Vinos: Porcentaje sobre el total de costos operacionales



Fuente: Elaboración propia con información EEFF

La información clave extraída de los gráficos 12, 13 y 14 indica que los costos de ventas son dominantes en relación con el total. Esta relevancia es aún más significativa en el segmento de Vinos y se comparte de forma más pareja con MSD&A en el segmento de Negocios Internacionales. Por último, la contribución de la cuenta "Otros gastos por función" es prácticamente insignificante en comparación con el total.

3.2.2 Análisis de Amortización y depreciación

Cuadro 19: Crecimiento de depreciación y amortización

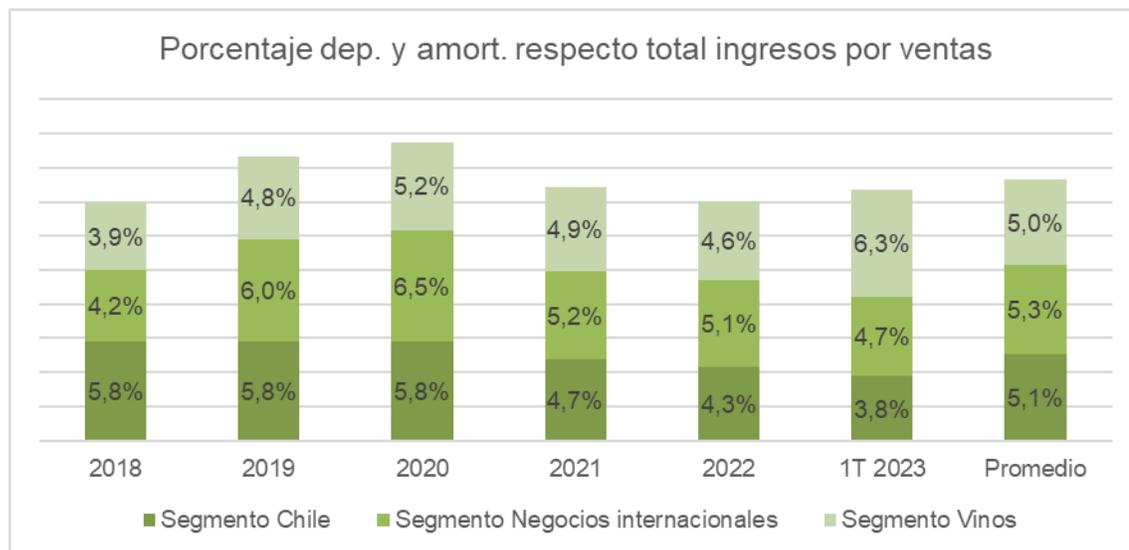
Crecimiento en MUF	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Segmento Chile	-5,27%	2,23%	2,97%	-2,22%	-15,15%	-3,39%
Segmento Negocios internacionales	23,63%	33,17%	-8,10%	25,87%	0,16%	-6,47%
Segmento Vinos	2,78%	20,58%	14,72%	-2,67%	-9,40%	-15,06%
Total	0,5%	10,6%	1,2%	4,4%	-10,2%	-5,7%
Crecimiento en Miles de pesos	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Segmento Chile	-2,56%	4,99%	5,74%	4,25%	-3,87%	8,32%
Segmento Negocios internacionales	27,17%	36,77%	-5,63%	34,20%	13,47%	4,87%
Segmento Vinos	5,72%	23,83%	17,80%	3,77%	2,64%	-4,76%
Total	3,41%	13,56%	3,90%	11,33%	1,76%	5,79%

*Marzo 2023, se calcula con respecto a marzo del 2022

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

El crecimiento de la depreciación y amortización se ha visto desde el 2018 hasta el 2022, el cual ese año sufre un quiebre disminuyendo o creciendo muy poco en este último año. Sin embargo, ha habido disminuciones y aumentos anormales en el Segmento de Negocios internacionales y Segmento Vinos.

Gráfico 15: Porcentaje de Depreciación y amortización respecto a ingreso por venta



Fuente: Elaboración propia con información EEF

El gráfico número 15 expone la proporción que aporta el gasto por depreciación y amortización de los 3 segmentos en cada año respecto al ingreso por venta de cada segmento. Es decir, el gasto por depreciación y amortización en el segmento Chile es un 5% del total de los ingresos. Como se puede observar, el aporte es bastante homogéneo entre segmentos, en donde el Segmento Chile, Internacional y Vinos, aportaron en promedio durante estos 6 años un 4,9%, 5,2% y un 5.3%, respectivamente. En conclusión, al analizar la depreciación y amortización con respecto al total de los costos operacionales, se observa que, en promedio, representa un 12,8% del total de costos operacionales, según se muestra en el Cuadro 20.

Cuadro 20: Porcentaje de depreciación y amortización sobre el total de costos operacionales

Porcentaje respecto al total de costos operacionales	12-31-2018	12-31-2019	12-31-2020	12-31-2021	12-31-2022	3-31-2023	Promedio
Costos operacionales consolidados	33.211	25.847	24.566	29.217	27.427	6.883	
Depreciación y amortización consolidado	3.297	3.646	3.689	3.852	3.460	840	
Porcentaje respecto al total de costos operacionales	9,9%	14,1%	15,0%	13,2%	12,6%	12,2%	12,8%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

3.3 Análisis de resultado no operacional de la empresa

En el siguiente cuadro se presentan las proporciones de cada cuenta de gastos no operacionales y el total de estos, con respecto al ingreso por venta del año respectivo. Las cuales son todas recurrentes, porque todas las cuentas presentan un valor distinto de cero en los 6 años expuestos:

Cuadro 21: Porcentaje costo no operacional con respecto al total

Porcentaje con respecto a ingresos (UF)	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio (18-22)	Promedio (18-23)
Otras ganancias (pérdidas)	-0,23%	-0,17%	0,61%	-0,39%	0,47%	1,23%	0,25%	0,33%
Ingresos financieros	0,89%	0,72%	0,19%	0,57%	0,84%	1,42%	0,64%	0,75%
Costos financieros	1,32%	1,52%	1,55%	1,44%	2,80%	2,79%	1,72%	2,02%
Participación en [...] negocios conjuntos [...]	0,61%	0,90%	0,45%	-0,01%	0,40%	-0,52%	0,47%	0,25%
Ganancias de cambio en moneda extranjera	-0,19%	0,50%	-0,14%	0,41%	0,74%	-0,59%	0,27%	0,18%
Resultado por unidades de reajuste	-0,04%	0,45%	0,02%	-0,10%	-0,04%	-0,23%	0,06%	0,02%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

- **Ingresos financieros:** Ingresos provenientes de la rentabilidad de inversión en instrumentos financieros, de los cuales en promedio representan un 0,75% de los ingresos por venta y simultáneamente muestra tendencia al alza.
- **Costos financieros:** Los intereses pagados y devengados que corresponden a préstamos y obligaciones utilizadas en el financiamiento de sus operaciones. Estos en promedio representan 2.02% de los ingresos por ventas, el que en promedio es el que más destaca.
- **Participación en utilidad de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de participación:** La Compañía registra bajo este rubro sus inversiones en sociedades que califican como negocios conjuntos y asociadas. Entre ellas; Cervecería Austral S.A., Central Cervecera de Colombia S.A.S., Zona Franca Central Cervecera S.A.S., entre otras. Su proporción con respecto a los ingresos no sigue una tendencia clara en el tiempo, pero en promedio sería de 0,25% de los ingresos por venta.
- **Ganancias (pérdidas) de cambio en moneda extranjera:** Son las diferencias de cambios, originadas tanto en la liquidación de operaciones en moneda extranjera, como en la valorización de los activos y pasivos monetarios en moneda extranjera. Tales como el dólar estadounidense o el Euro. En cuanto su proporción en relación con los ingresos por venta es 0,18% en promedio.
- **Resultados por unidades de reajuste:** diferencias originadas por los cambios en unidades de reajuste se registran en el rubro. Unidades tales como Unidad de fomento (UF). Por otro lado, muestra una proporción promedio relativa a los ingresos por venta de 0,02%, mostrando presencia negativa en el 2021.

3.4 Análisis de márgenes de la empresa.

La información de esta sección fue extraída de la memoria anual de la compañía de cada año. Para el resultado operacional se utilizará el presente dentro de las memorias que corresponde al EBIT y en los estados financieros es el “Resultado operacional ajustado”. El EBITDA se presenta en los estados financieros como ROAD del inglés “Operating Result Before Depreciation and Amortization”.

Para un mayor entendimiento se describirán brevemente cada margen a calcular:

- Margen Bruto: Son los ingresos por ventas menos los costos por ventas dividido en el ingreso por ventas
- Margen operacional: Es la utilidad operacional, que en este caso se utiliza la cuenta de “Resultado operacional ajustado” el cual quita variaciones no operacionales, dividido el ingreso por ventas
- Margen EBITDA: Es el EBITDA (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization) el cual es representado por la cuenta ROADA como se mencionó con anterioridad, dividido el ingreso por ventas.
- Margen neto: Para este caso se calculará a partir de “Utilidad del ejercicio” que representan las utilidades tanto de la parte controladora como la parte no controladora, dividida por el ingreso por ventas.

Cuadro 22: Cálculo de Márgenes

Margenes MUF	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Ingresos por ventas	64.692	64.378	63.900	80.173	77.225	20.318
Ut. Bruto	33.493	32.293	30.050	38.499	34.078	9.852
Operacional	17.004	8.153	6.419	10.354	6.591	2.893
EBITDA	20.388	11.863	10.196	14.359	10.194	3.758
Ut. Del ejercicio	11.684	5.145	3.722	7.068	3.859	1.709
Margen Bruto	51,77%	50,16%	47,03%	48,02%	44,13%	48,49%
Margen operacional	26,28%	12,66%	10,04%	12,91%	8,54%	14,24%
Margen EBITDA	31,52%	18,43%	15,96%	17,91%	13,20%	18,49%
Margen neto	18,06%	7,99%	5,82%	8,82%	5,00%	8,41%

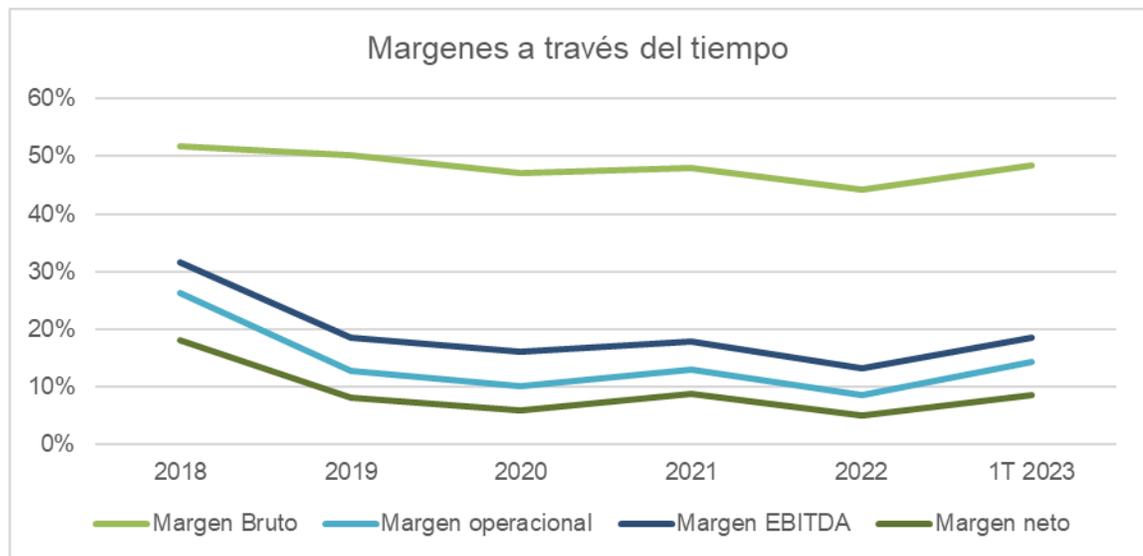
Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Podemos notar que el margen bruto ha disminuido constantemente a través del tiempo, lo que va en línea con lo mencionado por las memorias anuales en donde el consumo se vio afectado, disminuyendo el ingreso por venta, y la inflación junto con aumento de precios de las materias primas aumentaron los costos por venta.

El margen operacional como margen EBITDA han tenido un patrón similar, donde han presentado ambas una disminución con un 26.28% y 31.52% a 14.24% y 18.49% respectivamente.

Por último, el margen neto también ha disminuido en el transcurso del tiempo, viendo un pequeño repunte para el primer trimestre del presente año donde pasa de un margen de 5.82% a diciembre del año 2020, a un 8.41% a marzo de este año.

Gráfico 16: Variación de márgenes



Fuente: Elaboración propia con información EEFF

En el gráfico 16 se puede observar de mejor forma que los cambios en los márgenes han sido similares para cada año, viendo que todos poseen buenos márgenes para el año 2018, todos caen posteriormente y repuntan para el año 2021, lo que se puede asociar a las ayudas gubernamentales de las fechas. Por último, caen para el año siguiente y se muestra un aumento para el primer semestre del presente año.

Para mayor detalle se obtendrán los mismos márgenes para cada segmento de operación en el Anexo 1.

3.5 Análisis de los activos de la empresa.

3.5.1 Activos operacionales y no operacionales.

Se analizarán los activos operacionales y no operacionales tanto corrientes como no corrientes para analizar la incidencia sobre la empresa. En el cuadro 23 se muestra el desglose de los activos corrientes en millones de UF. Pero para un mejor análisis se realizará la división de cada cuenta sobre el total de activos (corrientes más no corrientes) para ver cómo se componen o cuanto representan dentro de la compañía en el cuadro 24.

Podemos notar que, sin considerar el año 2019, los activos corrientes han ido aumentando como proporción del total de activos hasta alcanzar un 44.3% al primer trimestre del año 2023, esto corresponde a 42.092 MUF. También se puede ver en el gráfico que hay tres cuentas que predominan dentro de los activos corrientes, las cuales son “Inventarios”, “Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar” y “Efectivo y equivalentes a efectivo” con un promedio proporcional sobre el total de activos totales de 11.3%, 12.1% y 13.3% respectivamente. Por último, se ve que los cambios en cada año son proporcionales, es decir, siguiendo una tendencia y la proporción promedio de los activos corrientes es de 39.9% sobre el total de los activos.

Cuadro 23: Activos corrientes en MUF

Activos corrientes MUF	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Efectivo y equivalentes al efectivo	11.573	6.936	13.636	8.569	17.006	15.885
Otros activos financieros	825	347	420	770	1.300	1.040
Otros activos no financieros	684	791	526	946	628	921
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	11.634	10.597	9.473	12.035	12.682	9.477
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	111	116	183	171	177	172
Inventarios	8.273	8.210	7.975	11.404	13.694	12.703
Activos biológicos corrientes	308	334	364	405	461	245
Activos por impuestos corrientes	628	535	374	841	1.330	1.596
Activos no corrientes mantenidos para la venta	101	14	73	74	57	53
Total activos corrientes	34.137	27.880	33.024	35.215	47.334	42.092

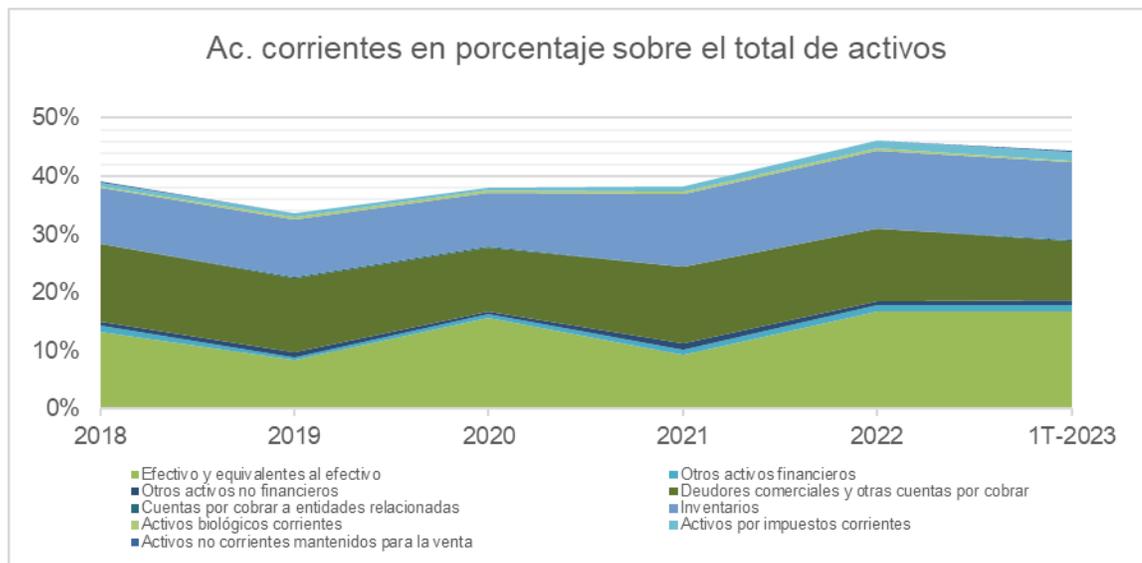
Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Cuadro 24: Activos corrientes en porcentaje del total de activos

Activos corrientes en porcentaje sobre el total de activos	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Efectivo y equivalentes al efectivo	13,26%	8,34%	15,70%	9,33%	16,61%	16,72%
Otros activos financieros	0,95%	0,42%	0,48%	0,84%	1,27%	1,09%
Otros activos no financieros	0,78%	0,95%	0,61%	1,03%	0,61%	0,97%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	13,33%	12,75%	10,90%	13,10%	12,39%	9,98%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,13%	0,14%	0,21%	0,19%	0,17%	0,18%
Inventarios	9,48%	9,88%	9,18%	12,42%	13,37%	13,37%
Activos biológicos corrientes	0,35%	0,40%	0,42%	0,44%	0,45%	0,26%
Activos por impuestos corrientes	0,72%	0,64%	0,43%	0,92%	1,30%	1,68%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,12%	0,02%	0,08%	0,08%	0,06%	0,06%
Total activos corrientes	39,11%	33,53%	38,01%	38,34%	46,23%	44,31%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Gráfico 17: cambio de los activos corrientes a través del tiempo



Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Ahora pasaremos a analizar los activos no corrientes de la compañía, en donde el cuadro 25 muestra el desglose de los activos no corrientes de la compañía valorizados a la UF de la fecha.

Cuadro 25: Desglose de Activos no corrientes

Activos no corrientes MUF\$	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Otros activos financieros	121	165	411	1.008	1.055	1.201
Otros activos no financieros	182	249	292	267	359	532
Cuentas por cobrar no corrientes	122	114	64	123	112	102
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	7	4	5	3	1	1
Inv. contabilizadas por método de la participación	5.152	4.807	4.510	4.456	4.014	3.637
Activos intangibles distintos de la plusvalía	4.316	4.437	4.412	4.903	4.910	4.677
Plusvalía	4.464	4.414	4.031	4.233	3.901	3.742
Propiedades, plantas y equipos (neto)	37.048	37.857	37.238	39.438	38.645	37.006
Propiedades de inversión	316	294	265	308	293	273
Activos por derecho de uso	-	911	863	914	993	1.037
Activos por impuestos diferidos	1.367	1.926	1.756	986	775	686
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	46	81	0	0	-	-
Total Activos no corrientes	53.140	55.260	53.846	56.640	55.058	52.894

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Al igual que se realizó con los activos corrientes, se realiza un cuadro en donde se divide cada cuenta por el total de los activos para evidenciar una proporción. También se realiza un gráfico para ver el cambio de las proporciones en el tiempo y ver claramente cuáles son las cuentas que tienen mayor relevancia sobre los activos no corrientes de la compañía.

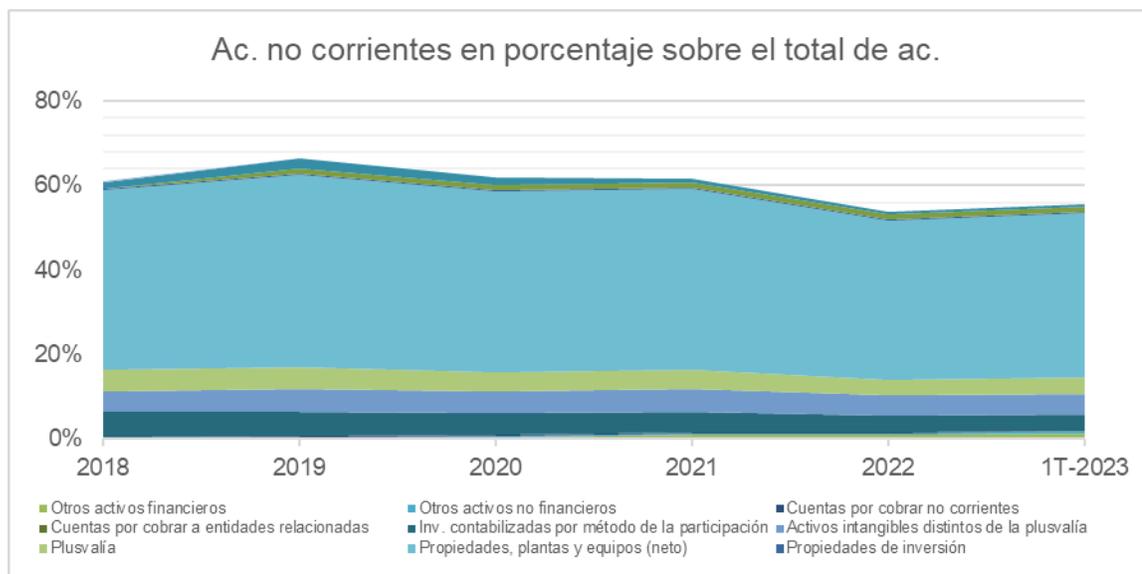
Podemos ver por el gráfico 18 que hay una cuenta que predomina considerablemente sobre las demás que es “Propiedades, plantas y equipos” que representa una proporción promedio de 41% lo cual se refiere a plantas, maquinarias, terrenos, construcciones, entre otros. podemos ver que en el año 2022 hubo una disminución de 12.1% de esta cuenta desde 39.438 MUF a 38.644 MUF al 2022. La cuenta que le siguen con “Plusvalía”, “Inversiones contabilizadas por el método de la participación” y “Activos intangibles distintos de la plusvalía” con una proporción promedio 4.57%, 4.91% y 5.07% respectivamente. Manteniéndose relativamente estables a través del tiempo, por lo que los mayores cambios que sufren los activos no corrientes se deben a las variaciones de la cuenta con mayor proporción incluso sobre el total de los activos (PPE).

Cuadro 26: Porcentaje de activos no corrientes sobre el total de activos

Activos no corrientes en porcentaje sobre el total de activos	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Otros activos financieros	0,14%	0,20%	0,47%	1,10%	1,03%	1,26%
Otros activos no financieros	0,21%	0,30%	0,34%	0,29%	0,35%	0,56%
Cuentas por cobrar no corrientes	0,14%	0,14%	0,07%	0,13%	0,11%	0,11%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
Inv. contabilizadas por método de la participación	5,90%	5,78%	5,19%	4,85%	3,92%	3,83%
Activos intangibles distintos de la plusvalía	4,94%	5,34%	5,08%	5,34%	4,80%	4,92%
Plusvalía	5,11%	5,31%	4,64%	4,61%	3,81%	3,94%
Propiedades, plantas y equipos (neto)	42,45%	45,53%	42,87%	42,94%	37,74%	38,96%
Propiedades de inversión	0,36%	0,35%	0,31%	0,34%	0,29%	0,29%
Activos por derecho de uso	-	1,10%	0,99%	1,00%	0,97%	1,09%
Activos por impuestos diferidos	1,57%	2,32%	2,02%	1,07%	0,76%	0,72%
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	0,05%	0,10%	0,00%	0,00%	-	-
Total Activos no corrientes	60,89%	66,47%	61,99%	61,66%	53,77%	55,69%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Gráfico 18: Cambios en el porcentaje sobre el total de activos no corrientes a través del tiempo



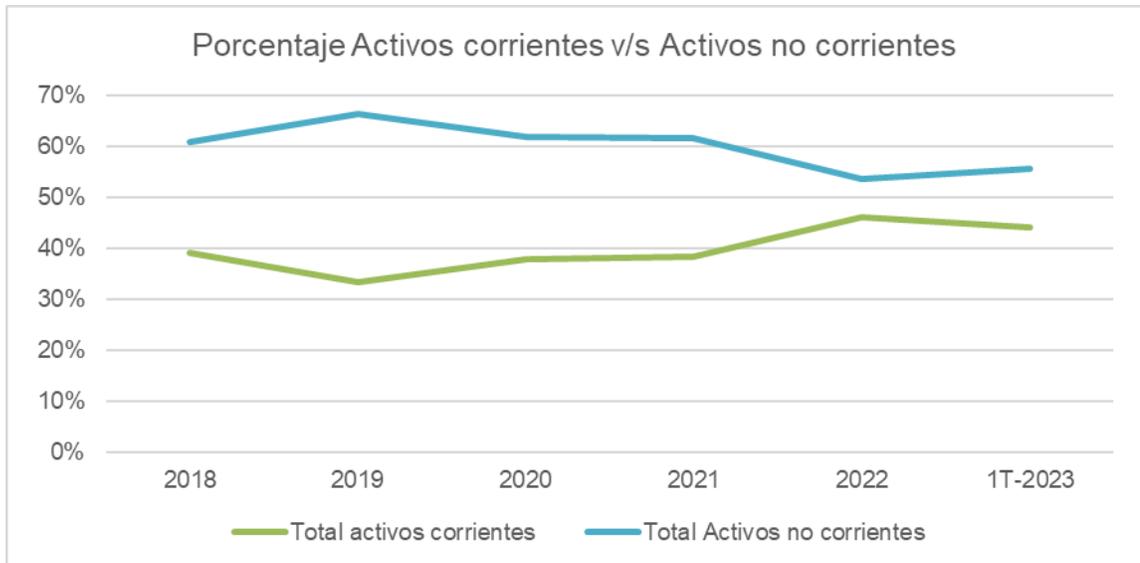
Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Por último, se presenta un gráfico para ver cómo han cambiado las proporciones de los activos corrientes y no corrientes sobre el total de los activos.

Con esto podemos notar que la proporción de activos no corrientes ha ido disminuyendo con el tiempo explicado principalmente por su cuenta PPE. Mientras que los activos no corrientes han aumentado, explicado principalmente por las cuentas “Inventarios”, “Efectivo y equivalente a efectivos” y “Deudores y cuentas por cobrar”. En promedio, los

activos corrientes representan el 40% de la compañía, mientras los activos no corrientes representan el 60% de los activos de la compañía.

Gráfico 19: Cambio de los porcentajes de AC corrientes y no corrientes sobre el total en el tiempo



Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Por último, se deben clasificar los activos por entre operacionales y no operacionales a través del cuadro 27, considerando una cuenta operacional como aquella que se requiere para su actividad diaria.

Cuadro 27: Clasificación de activos entre operacionales y no operacionales

	Operacional	No operacional
Activos corrientes		
Activo y equivalentes al efectivo		X
Otros activos financieros		X
Otros activos no financieros		X
Deudores comerciales y otras cxc	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas		X
Inventarios	X	
Activos biológicos corrientes	X	
Activos por impuestos corrientes		X
Activos no corrientes mantenidos para la venta		X
Activos no corrientes		
Otros activos financieros		X
Otros activos no financieros		X
Cuentas por cobrar no corrientes	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	X	
Inv. contabilizadas por método de la participación	X	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	X	
Plusvalía	X	
Propiedades, plantas y equipos (neto)	X	
Propiedades de inversión		X
Activos por derecho de uso	X	
Activos por impuestos diferidos	X	
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	X	

Fuente: Elaboración propia por información EEFF

3.5.2 Capital de trabajo operativo neto.

Se calculará el capital de trabajo operacional neto, mejor conocido como CTON, que es la cantidad de dinero o capital con el que cuenta la empresa (luego de pagar sus obligaciones inmediatas) para poder operar diariamente. Para esto se deben restar los activos operacionales corrientes menos los pasivos operacionales corrientes. Los activos corrientes son: Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, Inventarios y Activos biológicos corrientes.

Por otro lado, los pasivos operacionales corrientes son: Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar y Provisiones corrientes por beneficios a los empleados.

Cuadro 28: Activos y pasivos corrientes en MUF

	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Activos operacionales corrientes en MUF						
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	11.634	10.597	9.473	12.035	12.682	9.477
Inventarios	8.273	8.210	7.975	11.404	13.694	12.703
Activos biológicos corrientes	308	334	364	405	461	245
Total MUF	20.215	19.142	17.813	23.844	26.836	22.425
Pasivos operacionales corrientes en MUF						
CXP comerciales y otras cuentas por pagar	11.006	10.832	11.163	16.634	13.993	10.571
Provisiones por beneficios	1.153	966	1.373	1.635	1.230	792
Total MUF	12.159	11.798	12.536	18.269	15.223	11.363

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF

Cuadro 29: Cálculo del CTON

	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
CTON (MUF)	8.056	7.344	5.277	5.575	11.613	11.062
Ingresos por ventas (MUF)	64.692	64.378	63.900	80.173	77.225	20.318
CTON (%)	12,45%	11,41%	8,26%	6,95%	15,04%	54,45%
CTON (días)	45,46	41,64	30,14	25,38	54,89	198,73

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF

Podemos notar que la diferencia entre activos y pasivos operacionales corrientes, es decir, el CTON disminuyó desde el año 2018 hasta alcanzar un mínimo en el año 2020 con un CTON de 5.277 MUF. Esto fue una disminución de 34%, explicado principalmente por una caída de los activos operacionales corrientes, pasando de 20.215 MUF a 17.813 MUF, es decir, una caída de 12%. Mientras que los pasivos corrientes para esas dos fechas pasaron de 12.159 MUF a 12.536 MUF, lo que es un aumento del 3%. Por ende, la diferencia entre activos y pasivos (CTON) se acentuó. Para el año 2021 CTON se recuperó en parte alcanzando un valor de 5.575 MUF. Luego, el año 2022 se alcanza el máximo de 11.613 MUF que es un aumento de 108% respecto al año anterior. Este aumento se explica tanto por el aumento de los activos (13%), más específicamente por la cuenta de inventarios, y una disminución de los pasivos (17%), más específicamente por la cuenta “Cuentas por pagar a comerciales y otras cuentas por pagar”. Por último, CTON disminuyó considerablemente el primer trimestre del año 2023, donde los activos

disminuyeron 16% y una disminución de los pasivos de 25%, pero esto considerando cambios desde diciembre 2022 a marzo 2023.

El RCTON (%) es un indicador calculado a partir de la división del CTON con los ingresos por ventas y se comporta igual que el CTON. Excepto una disminución en 2021 explicado por un gran aumento de los ingresos por ventas de la compañía.

3.5.3 Inversiones.

La compañía debe estar con constantes inversiones al realizar proyectos nuevos, pero también para recuperar aquellas cuentas que fueron despreciadas. Para esto se analizarán las cuentas de Inversiones en propiedad, planta y equipos (PPE) y activos intangibles.

Cuadro 30: Inversiones en activos en MUF

Inversiones en MUF	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Compras de PPE	4.657	4.757	4.025	5.475	5.374	613
Compras de activos intangibles	112	206	199	71	425	22
Total Inversiones	4.768	4.962	4.224	5.545	5.799	635
Ingresos operacionales	64.692	64.378	63.900	80.173	77.225	20.318
% inversiones sobre ingresos	7,37%	7,71%	6,61%	6,92%	7,51%	3,12%
Depreciación y amortización	3.384	3.710	3.778	4.005	3.603	865
% Dep. y Amort. sobre inversiones	70,97%	74,75%	89,43%	72,22%	62,13%	136,19%

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF

Podemos notar que hubo un crecimiento de 4.07% en el total de inversiones desde el año 2018 al 2019, para posteriormente disminuir drásticamente en alrededor un 14% al año 2020 lo que se puede explicar por una caída en la actividad económica por la crisis sanitaria y lo que implicó. para el año 2021 un aumento del 31.28% respecto al año anterior y finalmente aumenta 4.58%. El aumento radical de 31% en el año 2021 va de la mano con el aumento de alrededor del 25% de los ingresos por venta, lo que se puede explicar por las ayudas gubernamentales de la época.

Respecto al porcentaje de inversiones sobre el ingreso se puede ver que se mantiene una tendencia entre un mínimo de 6.61% y un máximo de 7.71%, sin considerar el primer trimestre del año 2023 ya que puede no ser representativo por los distintos tiempos de inversión que se puedan producir en la compañía, con un promedio de 7.22%.

Finalmente, el porcentaje de depreciación y amortización sobre las inversiones posee un mínimo en el año 2022 con un 62.13% y un máximo de 89.43% en el año 2020, nuevamente sin considerar el primer trimestre del año 2023, con un promedio de 73.09%. Esto quiere decir que alrededor de un 73% de las inversiones corresponden a mantener sus activos, mientras que lo restante (alrededor de un 28%) es para nuevos activos. Se puede ver que precisamente donde está el máximo del porcentaje de depreciación y amortización sobre inversiones es el mismo año en donde hubo una disminución considerable en el total de las inversiones. Y el mínimo corresponde a la fecha con la máxima caída de los ingresos por ventas.

3.6 Crecimiento de la industria

De acuerdo con la estadística de *Euromonitor*, se presenta información de las ventas en millones de litros en Alcohólicos, Vinos y no Alcohólicos tanto de Chile como Argentina, porque en estos dos países se concentran las ventas de CCU.

De acuerdo con lo presentado en el gráfico 20, el cual expone las ventas en millones de litros de Bebestibles Alcohólicos (Cervezas, sidras, pisco, etc.) de Chile y Argentina, ambas con tendencias al alza. En términos porcentuales, se espera que esta categoría en Chile crezca levemente en el 2023, para luego crecer en promedio 4,57% desde el 2024-2027. Por otro lado, en Argentina se prevé mayor crecimiento promedio de un 6,93% en el mismo periodo.

Gráfico 20: Ventas (millones de litros) de Bebestibles Alcohólicos



Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor

Por otro lado, en la categoría de Vinos se espera que el crecimiento en Argentina sea en promedio de 3,29% anual. Mientras que en Chile se mantienen casi constantes las ventas, en torno al 1% anual. Tal como se aprecia en el gráfico 21:

Gráfico 21: Ventas (millones de litros) de Vinos:



Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor

Finalmente, en el segmento de Bebestibles No alcohólicos no presenta expectativas de crecimiento. El crecimiento promedio anual es de 1,26% y 1,58% para Argentina y Chile, respectivamente:

Gráfico 22: Ventas (millones de litros) de Bebestibles No Alcohólicos:



Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor

Adicionalmente, se utilizaron 3 indicadores macroeconómicos: PIB, IPC e Índice de confianza de los consumidores, variables que entregan una noción de cómo será la tendencia de crecimiento de la industria en los 5 países donde opera CCU:

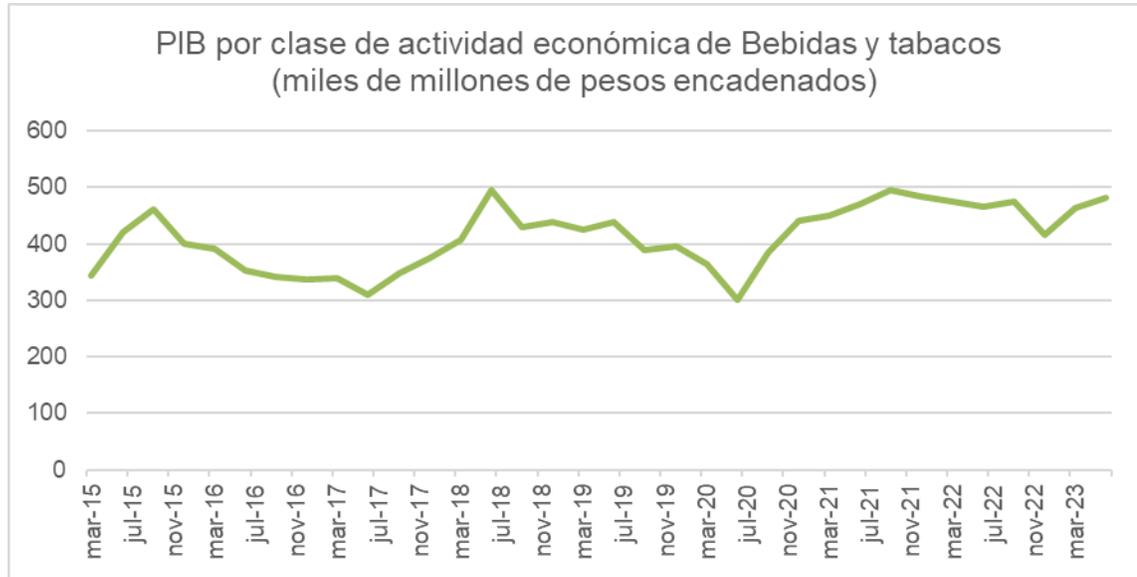
En primer lugar, se expone el crecimiento de la industria de Bebestibles y Tabaco, ya que a esta industria pertenece CCU según las categorías que presenta el Banco Central. Tal como se observa en el cuadro 31, este rubro no sigue una tendencia clara, tampoco antes de la pandemia. Y por lo que el promedio de 4,6% podría no ser tan representativo.

Cuadro 31: Crecimiento de Industria Bebestible y Tabaco (miles de millones de pesos encadenados)

Periodo	mar-16	mar-17	mar-18	mar-19	mar-20	mar-21	mar-22	mar-23	Promedio
Crecimiento Industria	13,5%	-13,3%	20,1%	4,6%	-14,5%	23,4%	5,9%	-2,8%	4,6%

Fuente: Elaboración propia con información de Banco Central

Gráfico 23: Aporte al PIB de rubro de Bebidas y tabacos (miles de millones de pesos encadenados)



Fuente: Elaboración propia con información de Banco Central

Adicionalmente, tenemos el crecimiento proyectado de los 5 países en los que la CCU opera, tanto el PIB como el IPC (cuadro 32). Es necesario mencionar que esta industria no es un porcentaje relevante del PIB total, pero sí comparten tendencias y por ese motivo será utilizado como un “proxy”. De acuerdo con el cuadro 32, la mayoría de los países en los que opera CCU, exceptuando Chile, muestran optimistas cifras de crecimiento posterior al 2024. Por otro lado, en términos de IPC irá cesando la inflación que aún sigue siendo crítica en Argentina y en Chile, por lo que es de esperar que se refleje positivamente sobre la demanda en los países en estudio.

Cuadro 32: PIB e IPC por país de operación CCU

PIB	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2028
Chile	4,0%	0,7%	-6,1%	11,7%	2,4%	-1,0%	1,9%	2,5%
Argentina	-2,6%	-2,0%	-9,9%	10,4%	5,2%	0,2%	2,0%	2,0%
Paraguay	3,2%	-0,4%	-0,8%	4,0%	0,1%	4,5%	3,5%	3,5%
Uruguay	0,2%	0,7%	-6,3%	5,3%	4,9%	2,0%	2,9%	2,2%
Bolivia	4,2%	2,2%	-8,7%	6,1%	3,1%	1,8%	1,9%	2,3%
IPC	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2028
Chile	2,3%	2,2%	3,0%	4,5%	11,0%	7,9%	4,0%	3,0%
Argentina	34,3%	53,5%	42,0%	48,4%	72,4%	98,6%	60,1%	32,5%
Paraguay	4,0%	2,8%	1,8%	4,8%	9,8%	5,2%	4,1%	4,0%
Uruguay	7,6%	7,9%	9,8%	7,7%	9,1%	7,6%	6,1%	4,5%
Bolivia	2,3%	1,8%	0,9%	0,7%	1,7%	4,0%	3,7%	3,5%

Fuente: Elaboración propia con información de FMI

4. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.

En esta sección se proyectará el estado de resultados desde el año 2023 hasta el año 2027 según los segmentos operacionales, geográficos y por categoría mencionados con anterioridad. Recordando, en segmento operacional están: Chile, Negocios internacionales y Vinos. Por ubicación geográfica está Chile, Argentina, Bolivia, Uruguay y Paraguay. Por último, en categoría están los productos alcohólicos y no alcohólicos.

4.1 Ingresos operacionales proyectados

Para el siguiente segmento se van a proyectar los ingresos. En una primera instancia, se realizó una separación de segmentos dejando Chile ASV, Chile NA, Chile V que corresponden a Chile alcohólicos sin vinos (ASV) construido a partir de los ingresos por ventas en Chile, multiplicado por el porcentaje de bebidas alcohólicas vendidas en el periodo correspondiente, menos los ingresos por venta obtenidos en vinos en Chile (información obtenida de los estados financieros de la filial de CCU, Viña San Pedro Tarapacá S.A (en adelante mencionada como VSPT). Luego está Chile no alcohólicos (NA) que corresponden a los ingresos por ventas de Chile multiplicado por el porcentaje de bebidas no alcohólicas vendidas en el periodo. Finalmente está Chile vinos (V) que corresponde a la información obtenida de VSPT.

La siguiente separación es por el país Argentina en donde se obtiene Arg ASV, Arg NA, Arg Vino, lo que es un símil de lo mencionado con anterioridad respecto a la separación realizada con Chile.

Por último, está Bolivia NA, Bolivia A, Paraguay AN, Paraguay A, Uruguay NA y Uruguay A donde NA corresponde a bebidas no alcohólica. Por ende, es la multiplicación de los ingresos por venta en cada país por el porcentaje de bebidas no alcohólicas vendidas en el periodo.

Por esta razón, el crecimiento histórico es un promedio anual de los crecimientos de cada año de estudio (Anexo 2).

Para la proyección los siguientes tres trimestres del año 2023 se analizó que históricamente el primer trimestre representa alrededor del 26%, por lo que se asume que los ingresos reportados para el trimestre 2023 representan el 26% del año (Anexo 3). Los resultados se pueden ver a continuación en el cuadro 33:

Cuadro 33: Proyección de ingresos como promedio histórico.

Proyección MUF	Tasa	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Chile ASV	2,68%	31469	32314	33182	34072	34987
Chile V	-3,96%	4983	4786	4596	4414	4240
Chile NA	2,46%	19445	19923	20413	20914	21428
Arg ASV	7,28%	12375	13276	14243	15280	16392
Arg V	17,93%	385	454	535	631	744
Arg NA	7,78%	6770	7297	7864	8476	9135
Bolivia A	11,97%	354	396	443	497	556
Bolivia NA	14,93%	192	221	254	292	336
Paraguay A	1,01%	949	959	968	978	988
Paraguay NA	2,80%	512	526	541	556	571
Uruguay A	4,90%	548	575	603	633	664
Uruguay NA	6,66%	295	315	336	358	382
Total		78278	81041	83978	87101	90423

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

La creación de segmentos quedaría como se puede ver en el cuadro 34, donde el segmento Chile es la suma de Chile ASV y Chile NA, el segmento Vinos es la suma entre Chile V y Arg V, mientras que Negocios internacionales es lo restante:

Cuadro 34: proyección crecimiento por segmento operacional

Proyección de ingresos por ventas por segmento en MUF	31-12-2023	%	31-12-2024	%	31-12-2025	%	31-12-2026	%	31-12-2027	%	Promedio histórico	Promedio Proyectado
Chile	50915	65,0%	52237	64,5%	53594	63,8%	54987	63,1%	56415	62,4%	63,60%	63,77%
Negocios internacionales	21996	28,1%	23565	29,1%	25253	30,1%	27069	31,1%	29024	32,1%	26,07%	30,08%
Vinos	5368	6,9%	5239	6,5%	5131	6,1%	5046	5,8%	4984	5,5%	10,33%	6,15%
Total MUF	78.278	100,0%	81.041	100,0%	83.978	100,0%	87.101	100,0%	90.423	100,0%		

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Por otro lado, se realizó una proyección por cada segmento a través de regresiones simples por mínimos cuadrados ordinarios ya que no se consideró representativo la utilización de información pasada para poder proyectar ingresos, como fue el caso anterior con el método de ingresos históricos. De todas formas, se muestran esos resultados que serán útiles para un análisis posterior.

- **Segmento Chile:**

Para este segmento se realizó una regresión por mínimos cuadrados ordinarios:

$$Chile_t = \beta_1 * PibChile_t + \beta_2 * Q2 + \beta_3 * Chile_{t-1} + \beta_4 * Chile_{t-2} + \beta_4 * ValorUF_t + \epsilon_t$$

Donde $Chile_t$ Es la variable dependiente que corresponden a los ingresos por venta en miles de pesos del segmento operacional "Chile". $PibChile_t$ es el PIB en el periodo t de Chile a precios corrientes en miles de millones de pesos, $Q2$ es una variable binaria que toma el valor de 1 cuando es el segundo trimestre, $Chile_{t-1}$ es el primer rezago de la variable dependiente, $Chile_{t-2}$ es el segundo rezago, $ValorUF_t$ es el valor de la UF en el periodo t (esta variable será proyectada con la información de la inflación anual entregada por Euromonitor, donde cada valor anual fue dividido en 4 y utilizado para proyectar un crecimiento del valor de la UF de manera trimestral) y ϵ_t es el error del modelo en el periodo t. Cabe destacar que los datos son trimestrales obtenidos desde el año 2015, en consecuencia, se tiene un total de 33 datos.

Para mayor robustez, se realizaron regresiones agregando de a una variable para analizar si R^2 aumentaba.

Cuadro 35: Regresión segmento Chile

VARIABLES	(1) Chile	(2) Chile	(3) Chile	(4) Chile	(5) Chile	(6) Chile
PIBCHILE	8,625*** (724.2)	8,213*** (452.6)	7,190*** (857.9)	9,607*** (421.9)	10,326*** (583.1)	10,638*** (498.9)
q2		-6.958e+07*** (9.772e+06)	-7.705e+07*** (1.120e+07)	-4.884e+07*** (5.789e+06)	-5.136e+07*** (5.769e+06)	-5.331e+07*** (5.455e+06)
L.Chile			0.141 (0.0945)	0.125*** (0.0400)	0.134*** (0.0389)	0.143*** (0.0379)
L2.Chile				-0.392*** (0.0361)	-0.359*** (0.0397)	-0.340*** (0.0352)
ValorUF					-3,622* (2,103)	-5,669*** (684.4)
Constant	-1.263e+08*** (3.718e+07)	-8.864e+07*** (2.364e+07)	-7.801e+07*** (2.607e+07)	-8.795e+07*** (1.116e+07)	-3.406e+07 (3.309e+07)	
Observations	33	33	32	31	31	31
R-squared	0.821	0.933	0.938	0.989	0.990	0.999

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Podemos notar que a medida que aumentan las variables de control, el modelo mejora pasando de un R^2 de 0.82 a 0.99 con todas sus variables significativas. En anexos (Anexo 4) se puede observar el modelo y su predicción.

Para continuar se requieren los datos de las variables independientes para multiplicar por los respectivos Betas. Si observamos, sólo se requiere proyectar el PIB de Chile, ya que el Valor de la UF ya fue explicado cómo se proyectará.

Para el PIB de Chile se realizará un modelo ARIMA con 4 auto rezagos, 1 diferencia y 3 medias móviles (4,1,3). La explicación de la utilización de este modelo se encuentra en Anexos (Anexo 5).

Cabe destacar que la proyección del PIB de Chile se realizó con una base de datos mayor con información trimestrales desde el año 2000 para poder mejorar la estimación de esta variable independiente.

- **Segmento Negocios internacionales**

Para el segmento Negocios internacionales se realiza la siguiente regresión en donde nos enfocamos en una variable exógena que sería el PIB de Argentina ya que gran parte de los ingresos por ventas de este segmento corresponden a este país.

$$NI_t = \beta_0 + \beta_1 * PibChile_t + \beta_2 * PibArg_t + \beta_3 * q2 + \beta_3 * q4 + \beta_4 * \widehat{VinosArg}_t + \beta_5 * CreCh_t + \epsilon_t$$

Dónde NI_t son los ingresos por venta en miles de pesos del segmento negocios internacionales, $PibChile_t$ es el PIB de Chile en miles de millones de pesos a precios corrientes, $PibArg_t$ es el PIB de Argentina en millones de pesos a precios del 2004 para el periodo t, $q2$ y $q4$ son variables binarias que toman el valor de 1 cuando es el segundo y el cuarto trimestre respectivamente, $\widehat{VinosArg}_t$ son los ingresos por venta de Vinos en Argentina que corresponde a parte del segmento Vinos CCU (información obtenida por los estados financieros de VSPT) y, por último, $CreCh_t$ es el crecimiento del segmento Chile, variable que se obtendrá a partir de la proyección del segmento Chile.

En anexo 6 se puede ver el modelo para negocios internacionales.

Cuadro 36: Regresión segmento Negocios Internacionales

VARIABLES	(1) NI	(2) NI	(3) NI	(4) NI	(5) NI	(6) NI
pib_chile	4,330*** (603.5)	4,233*** (549.2)	4,041*** (476.9)	3,800*** (426.0)	2,477*** (499.2)	1,993*** (470.2)
pibargentina		400.3*** (145.3)	332.2** (126.9)	333.7*** (111.4)	371.4*** (92.64)	349.7*** (81.22)
q2			-3.511e+07*** (1.042e+07)	-2.621e+07** (9.589e+06)	-3.007e+07*** (7.994e+06)	-6.775e+07*** (1.376e+07)
q4				2.982e+07*** (9.618e+06)	3.630e+07*** (8.138e+06)	6.996e+07*** (1.261e+07)
VinosArg					7.824*** (2.093)	10.27*** (1.983)
crecimientoch						-1.091e+08*** (3.391e+07)
Constant	-8.999e+07*** (3.098e+07)	-3.655e+08*** (1.038e+08)	-2.996e+08*** (9.165e+07)	-2.978e+08*** (8.048e+07)	-2.834e+08*** (6.665e+07)	-2.454e+08*** (5.940e+07)
Observations	33	33	33	33	33	32
R-squared	0.624	0.700	0.784	0.840	0.894	0.924

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Como podemos observar, las variables que debemos proyectar son el PIB de Argentina que se realizará a través de un modelo ARIMA (1,0,1), cuya estimación se muestra en

anexos (Anexo 7), con una nueva base de datos con información trimestral desde el año 2004 para una mejor estimación, y $\widehat{VinosArg}_t$ que se realizará a continuación.

- **Proyección segmento operacional Vinos**

Para este segmento se realizaron dos regresiones, una para proyectar los ingresos por venta de Chile Vinos y los ingresos por venta de Argentina Vinos. Esto se decidió ya que, al realizar el estudio de crecimiento a través de promedios históricos se pudo observar que poseían crecimientos muy distintos (cuadro 33), incluso siendo negativos en Chile y sobre 15% en Argentina. Por ende, el procedimiento es el siguiente:

$$Vinos_t = ChileVinos_t + ArgVinos_t + \epsilon_{Arg,t} + \epsilon_{Ch,t}$$

Donde $\epsilon_{Arg,t}$ y $\epsilon_{Ch,t}$ son los errores de ambos modelos.

En primer lugar, para Chile Vinos se procede a hacer la siguiente regresión:

$$ChileVinos_t = \beta_1 * q1 + \beta_2 * q3 + \beta_3 * TCR_t + \beta_4 * ChileVinos_{t-1} + \beta_5 * PibChile_t + \epsilon_{Ch,t}$$

Donde $ChileVinos_t$ es el ingreso por ventas de Vinos en Chile en miles de pesos (información de los estados financieros de VSPT) en el periodo t, $q1$ y $q3$ son las variables binarias que indican primer y tercer trimestre respectivamente, TCR es la predicción del tipo de cambio real, en el periodo t, $ChileVinos_{t-1}$ es el primer rezago de la variable dependiente, $PibChile_t$ es el Pib de Chile en miles de millones de pesos y $\epsilon_{Ch,t}$ el error. En este caso se debe proyectar el tipo de cambio real realizado de la misma forma (Anexo 8).

En anexos se puede ver la predicción que realiza este modelo (Anexo 9).

Cuadro 37: Regresión Chile Vinos

VARIABLES	(1) VinosChile	(2) VinosChile	(3) VinosChile	(4) VinosChile	(5) VinosChile	(6) VinosChile
q1	-9.394e+06*** (2.868e+06)	-7.732e+06** (2.981e+06)	-6.916e+06*** (1.714e+06)	-6.724e+06*** (1.584e+06)	-7.077e+06*** (1.163e+06)	-7.260e+06*** (1.145e+06)
q3		4.988e+06 (3.098e+06)	4.428e+06** (1.780e+06)	4.201e+06** (1.565e+06)	6.899e+06*** (1.270e+06)	7.053e+06*** (1.258e+06)
TCR			834,777*** (105,969)	617,493*** (125,207)	421,975*** (99,933)	334,071*** (39,909)
L.VinosChile				0.265** (0.103)	-0.226* (0.125)	-0.241* (0.124)
PIBCHILE					618.1*** (125.4)	661.3*** (116.9)
Constant	5.569e+07*** (1.498e+06)	5.402e+07*** (1.789e+06)	-2.805e+07** (1.047e+07)	-2.058e+07** (9.616e+06)	-7.242e+06 (7.546e+06)	
Observations	33	33	33	32	32	32
R-squared	0.257	0.316	0.782	0.828	0.911	0.998

Standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: Elaboración propia

Como podemos ver en la expresión matemática de la ecuación, es que se decidió realizar el modelo sin constante ya que la explicación del modelo aumentaba considerablemente. Esto se puede ver ante el aumento del R^2 pasando de un 0.911 en la ecuación 6 (con constante) a un 0.998 (sin constante).

Por último, para Argentina Vinos se realiza la siguiente regresión:

$$ArgVinos_t = \beta_0 + \beta_1 * ArgVinos_{t-1} + \beta_2 * ArgVinos_{t-2} + \beta_3 * TCR_t + \beta_4 * ValorUF_t + \beta_5 * ChileVinos_t + \beta_6 * ChileVinos_{t-2} + \epsilon_{Ar,t}$$

Donde $ArgVinos_t$ son los ingresos por venta de Argentina en vinos (información obtenida de los estados financieros de VSPT) en el periodo t, mientras que $ArgVinos_{t-1}$ es su primer rezago y $ArgVinos_{t-2}$ su segundo rezago, TCR_t es la predicción del tipo de cambio real en el periodo t realizado con anterioridad, $ValorUF_t$ es la predicción del valor de la UF explicado con anterioridad, $ChileVinos_t$ y $ChileVinos_{t-2}$ es la proyección realizada con anterioridad de los ingresos por ventas de vinos en Chile del período y su segundo rezago y ϵ_t es el error del modelo. En anexos se puede ver la predicción que realiza este modelo (Anexo 9).

Cuadro 38: Regresión Argentina Vinos

VARIABLES	(1) VinosArg	(2) VinosArg	(3) VinosArg	(4) VinosArg	(5) VinosArg	(6) VinosArg	(7) VinosArg	(8) VinosArg
L.VinosArg	0.661*** (0.135)	-0.0845 (0.196)	0.607*** (0.188)	-0.0756 (0.215)	-0.645*** (0.165)	-0.645*** (0.165)	-0.698*** (0.156)	-0.716*** (0.147)
L2.VinosArg			0.0685 (0.186)	-0.0324 (0.147)	-0.992*** (0.180)	-0.992*** (0.180)	-0.846*** (0.181)	-0.878*** (0.171)
TCR		281,634*** (62,560)		283,587*** (65,230)	298,662*** (41,988)	298,662*** (41,988)	266,528*** (41,945)	254,258*** (39,915)
ValorUF					1,166*** (185.9)	1,166*** (185.9)	1,011*** (187.8)	745.9*** (218.7)
VinosChile							0.0708** (0.0325)	0.125*** (0.0403)
L2.VinosChile								0.0894* (0.0434)
Constant	1.145e+06* (529,102)	-2.411e+07** (5.625e+06)	1.126e+06* (588,171)	-2.420e+07** (5.844e+06)	-5.410e+07** (6.067e+06)	-5.410e+07** (6.067e+06)	-5.060e+07** (5.896e+06)	-4.925e+07** (5.586e+06)
Observations	32	32	31	31	31	31	31	31
R-squared	0.444	0.673	0.438	0.670	0.869	0.869	0.890	0.906

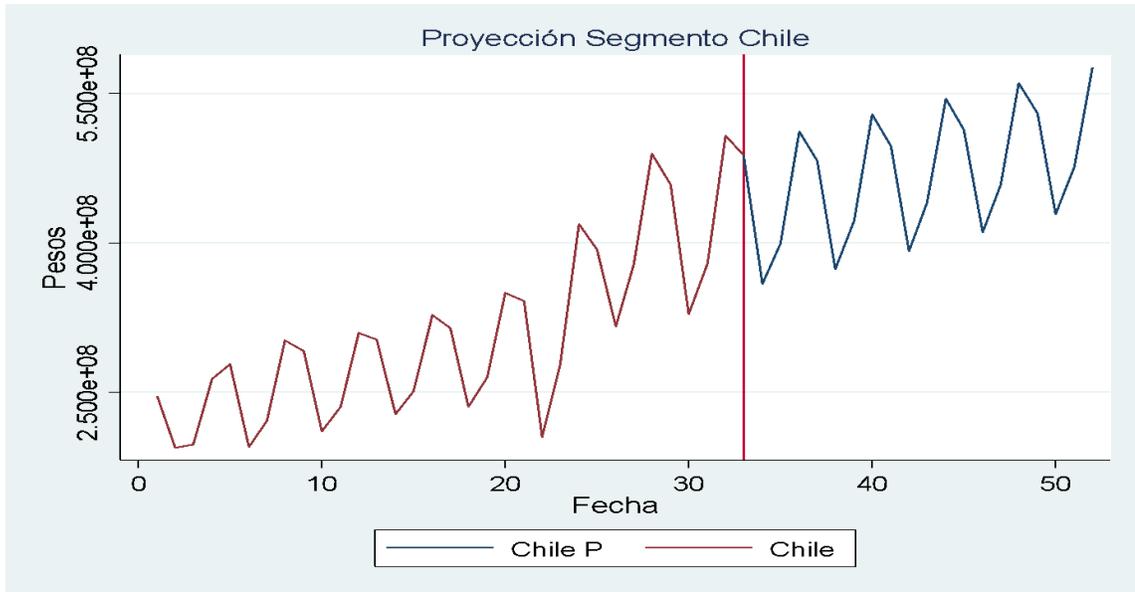
Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fuente: Elaboración propia

4.1.1 Consolidado proyección ingresos por ventas operacionales

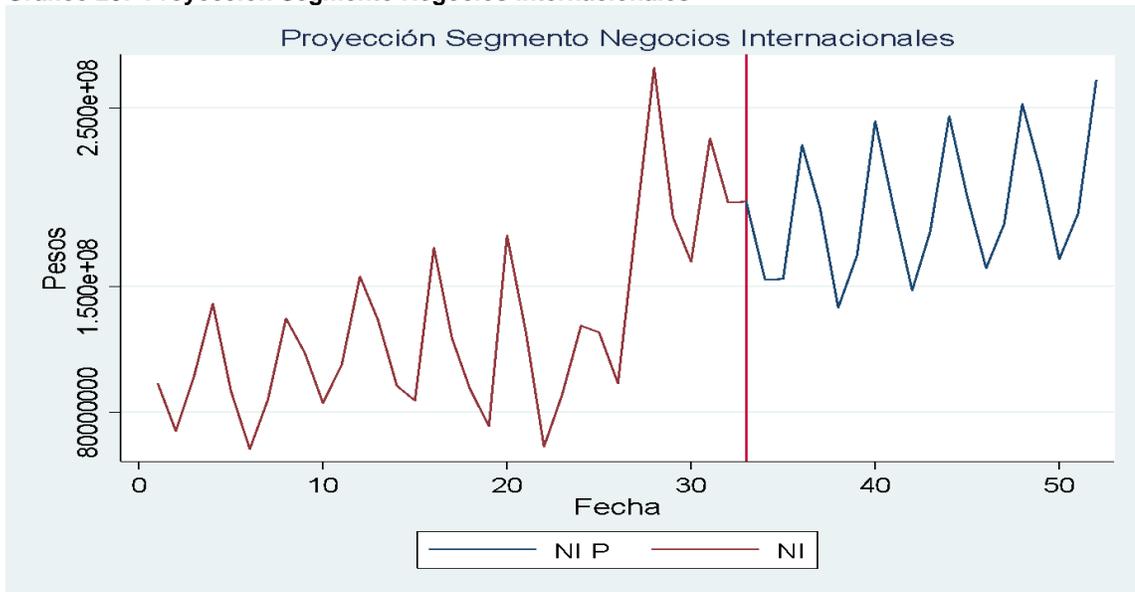
Para un análisis visual, se muestra el gráfico de la proyección resultante para cada segmento operacional. La línea roja marca el primer trimestre del año 2023, es decir, marca la separación entre los ingresos reales y lo proyectado por nuestros modelos. Cabe también destacar que el acompañamiento “P” hace referencia a los datos proyectados. Por último, hay que recordar que las proyecciones fueron realizadas con los ingresos en pesos ya que estas entregaban modelos con mejores R^2 y con datos trimestrales desde el año 2015. Posteriormente se dividieron por la estimación trimestral del valor de la UF (información obtenida de la plataforma *Euromonitor*) para finalmente sumar los trimestres correspondientes y generar los valores anuales en MUF.

Gráfico 24: Proyección Segmento Chile



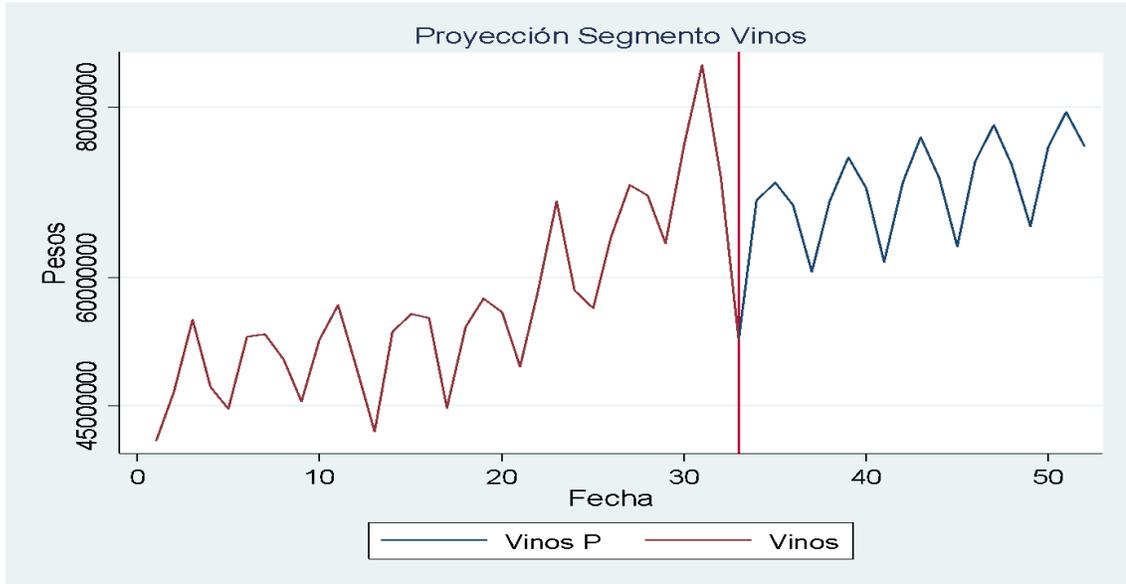
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 25: Proyección Segmento Negocios internacionales



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 26: Proyección Segmento Vinos



Fuente: Elaboración propia

Considerar que las fechas entre 21 y 27 corresponden al primer trimestre 2020 y el tercer trimestre 2021, las fechas que se consideraron como pandemia para los cálculos realizados en la sección 4.3 para el beta patrimonial. Por lo que, si recordamos, esta variable binaria se utilizó ya que estos periodos afectaban a las estimaciones por tener valores anormales, como podemos seguir comprobando ahora.

Luego de realizar todas las regresiones mencionadas con anterioridad, se toman los betas relevantes y se crean las ecuaciones para cada trimestre. Es decir, las proyecciones se realizaron de forma trimestral y se muestra en el cuadro 39 el consolidado y la suma de cada trimestre para formar los años proyectados.

Cuadro 39: Consolidado proyección ingresos por venta por segmento

Proyección en MUF ingresos por ventas	31-12-2023	%	31-12-2024	%	31-12-2025	%	31-12-2026	%	31-12-2027	%	Promedio histórico	Promedio Proyectado
Chile	48242	63,85%	47222	64,02%	47473	64,16%	47724	64,15%	47945	64,02%	63,60%	64,04%
Negocios internacionales	20147	26,67%	19374	26,27%	19405	26,23%	19592	26,33%	19890	26,56%	26,07%	26,41%
Vinos	7163	9,48%	7163	9,71%	7114	9,61%	7080	9,52%	7056	9,42%	10,33%	9,55%
Total MUF	75.551	100%	73.758	100%	73.992	100%	74.396	100%	74.891	100%		

Fuente: Elaboración propia

Al costado derecho del cuadro 39 se puede observar la comparación entre el promedio histórico de los ingresos por venta por segmento según el total y el promedio proyectado.

Como se pudo apreciar con anterioridad, los resultados de las estimaciones serán en miles de pesos, por lo que se divide este valor en t por cada predicción trimestral del valor de la UF (con los valores de *Euromonitor* mencionados con anterioridad), para luego sumar los trimestres correspondientes y crear los valores anuales.

4.2 Costos y gastos operacionales proyectados

Los costos serán proyectados en base a los ingresos por ventas de cada año y segmentos en particular, donde las proyecciones se basan en el promedio histórico de los análisis verticales. Es decir, cuánto representa en promedio la cuenta operacional respecto a los ingresos del año correspondiente. Tal como se aprecia en el cuadro 40, se expone la representación histórica, donde para el segmento Chile, el costo de venta y MSD&A, representan un 51,65% y 35,72% de los ingresos, respectivamente. En segundo lugar, el Segmento Negocios internacionales, a la cuenta costo de venta y MSD&A, representan un 53,05% y 45,36% de los ingresos, respectivamente. Y para finalizar, en el segmento de Vinos, la cuenta de costo de venta y MSD&A, representan un 65,04% y 27,70% de los ingresos, respectivamente.

Cuadro 40: Proporción promedio de costo de venta respecto a ingresos por venta

CHILE	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Costo de Venta	-46,37%	-47,62%	-51,82%	-52,69%	-59,75%	-54,32%	-51,65%
MSD&A	-37,67%	-37,84%	-36,72%	-32,94%	-33,45%	-31,74%	-35,72%

NEGOCIOS INTERNACIONALES	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Costo de Venta	-48,54%	-55,03%	-58,72%	-51,85%	-51,10%	-45,67%	-53,05%
MSD&A	-44,43%	-46,47%	-48,43%	-43,83%	-43,63%	-42,59%	-45,36%

VINOS	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Costo de Venta	-66,20%	-63,36%	-62,49%	-65,03%	-68,13%	-74,00%	-65,04%
MSD&A	-26,03%	-27,36%	-29,02%	-28,15%	-27,95%	-34,26%	-27,70%

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Tal como se menciona, se aplicarán los promedios históricos (sin considerar 2023 ya que, al ser sólo un trimestre, puede distorsionar el promedio) sobre los ingresos proyectados de cada segmento de la cual se obtiene el Margen Bruto y la proyección de estas dos cuentas:

Cuadro 41: Proyección de costos operacionales segmento Chile

CHILE Miles de UF	Tasa de proyeccion	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Proyección Ingresos Chile		48.242	47.222	47.473	47.724	47.945
Costo de venta	-51,65%	-24.917	-24.391	-24.520	-24.650	-24.764
Margen bruto		23.324	22.832	22.953	23.074	23.181
MSD&A	-35,72%	-17.234	-16.870	-16.959	-17.049	-17.128

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Cuadro 42: Proyección de costos operacionales segmento Negocios Internacionales

Negocios Internacionales Miles de UF	Tasa de proyeccion	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Proyección Ingresos Negocios int.		20.147	19.374	19.405	19.592	19.890
Costo de venta	-53,05%	-10.687	-10.277	-10.294	-10.393	-10.551
Margen bruto		9.459	9.096	9.111	9.199	9.339
MSD&A	-45,36%	-9.138	-8.787	-8.802	-8.886	-9.022

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Cuadro 43: Proyección de costos operacionales segmento Vinos

Vinos Miles de UF	Tasa de proyeccion	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Proyección Ingresos Vinos		7.163	7.163	7.114	7.080	7.056
Costo de venta	-65,04%	-4.659	-4.659	-4.627	-4.605	-4.589
Margen bruto		2.504	2.504	2.487	2.475	2.467
MSD&A	-27,70%	-1.984	-1.984	-1.971	-1.961	-1.955

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Para posteriormente, sumar de manera consolidada las cuentas de los distintos segmentos tal como se aprecia en el cuadro 44:

Cuadro 44: Proyección de costos operacionales Consolidado

Consolidado		31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Total ingresos MUF		75.551	73.758	73.992	74.396	74.891
Costo de venta		-40.263	-39.327	-39.441	-39.648	-39.904
Otros ingresos	0,77%	583,32	569,48	571,28	574,40	578,22
MSD&A		-28.356	-27.641	-27.732	-27.897	-28.104
Resultado operacional		7.515	7.360	7.390	7.426	7.461

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Sin embargo, en el EERR original de CCU el despliegue sigue otro formato, en donde la cuenta MSD&A está subdividida en 3 cuentas: Costos de distribución, costos de administración y Otros gastos, por función. Por lo que se debe decidir bajo qué criterio subdividirla. La metodología será distinta a cómo se realizó con la cuenta de Costo de venta. En este caso, la forma de separarlo es mediante el análisis vertical, es decir, el aporte histórico de cada cuenta al total de MSD&A. De lo anterior se obtuvo; costos de distribución, costos de administración y otros gastos, por función, representan 48,34%, 19,79% y 31,87% del total de MSD&A, respectivamente. Nuevamente se deja fuera 1T-2023, debido a la estacionalidad le quitaba representación a un promedio anual.

Cuadro 45: Análisis vertical de MDS&A

Porcentaje costos respecto total de MSD&A	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	PROMEDIO
Costos de distribución	46,03%	46,39%	47,73%	49,61%	51,96%	55,08%	48,34%
Gastos de administración	22,31%	19,40%	19,65%	18,26%	19,31%	12,86%	19,79%
Otros gastos, por función	31,66%	34,20%	32,62%	32,13%	28,73%	32,05%	31,87%
Otros gastos incluidos en "Otros gastos, por función"							
MSD&A	100,00%						

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Posteriormente, aplicamos las tasas promedio obteniendo un Estado Resultado con un formato similar al original:

Cuadro 46: EERR consolidado con MSD&A subdividida

Consolidado	Tasa	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Total ingresos MUF		75.551	73.758	73.992	74.396	74.891
Costo de venta		-40.263	-39.327	-39.441	-39.648	-39.904
Margen bruto		35.288	34.432	34.551	34.748	34.986
Otros ingresos	0,77%	583,32	569,48	571,28	574,40	578,22
MSD&A		-28.356	-27.641	-27.732	-27.897	-28.104
Costos de distribución	48,34%	-13.709	-13.363	-13.407	-13.487	-13.587
Gastos de administración	19,79%	-5.611	-5.469	-5.487	-5.520	-5.561
Otros gastos, por función	31,87%	-9.037	-8.809	-8.838	-8.890	-8.956
Resultado operacional		7.515	7.360	7.390	7.426	7.461

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

El último paso antes de llegar al resultado operacional es incluir la cuenta de "otros ingresos". Esta solo se presenta a nivel consolidado y también se realizó en base a los

ingresos donde en promedio representan un 0,77% de los ingresos por venta (Cuadro 46).

Cuadro 47: Análisis vertical de “Otros ingresos” respecto a ingresos totales

	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	PROMEDIO
Ingresos MUF	63.711	63.213	62.696	78.788	75.680	20.054	
Otros ingresos	546	798	664	381	151	23	
Porcentaje de otros ingresos	0,86%	1,26%	1,06%	0,48%	0,20%	0,11%	0,77%

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Teniendo en cuenta, la proyección de otros ingresos se aplicará el 0,77% sobre los ingresos proyectados. De esta manera se obtiene el resultado operacional de la proyección:

Cuadro 48: Resultado operacional consolidado

Consolidado	TASA	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Total ingresos MUF		75.551	73.758	73.992	74.396	74.891
Costo de venta		-40.263	-39.327	-39.441	-39.648	-39.904
Margen bruto		35.288	34.432	34.551	34.748	34.986
Otros ingresos	0,77%	583,32	569,48	571,28	574,40	578,22
Costos de distribución	48,34%	-13.709	-13.363	-13.407	-13.487	-13.587
Gastos de administración	19,79%	-5.611	-5.469	-5.487	-5.520	-5.561
Otros gastos, por función	31,87%	-9.037	-8.809	-8.838	-8.890	-8.956
Otras ganancias (pérdidas)		-37	-37	-37	-37	-37
Resultado operacional		7.478	7.323	7.353	7.389	7.424

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Otra cuenta relevante de proyectar es **Depreciación y amortización**, la cual presenta históricamente una representación respecto a los costos operacionales en torno al 12,8% en promedio:

Cuadro 49: Representación promedio

Porcentaje respecto al total de costos operacionales	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Costos operacionales consolidados	33.211	25.847	24.566	29.217	27.427	6.883	
Depreciación y amortización consolidado	3.297	3.646	3.689	3.852	3.460	840	
Procentaje respecto al total de costos operacionales	9,9%	14,1%	15,0%	13,2%	12,6%	12,2%	12,8%

Fuente: Elaboración propia

Teniendo en cuenta su representación promedio, se utilizará el promedio para poder calcular la depreciación proyectada:

Cuadro 50: Proyección de depreciación y amortización

	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Costos operacionales proyectados	-27.810	-27.109	-27.198	-27.359	-27.563
Depreciación y amortización (12.8%)	-3.560	-3.470	-3.481	-3.502	-3.528

Fuente: Elaboración propia

4.3 Resultado no operacional proyectado

Para esta sección se debe considerar que las cuentas del resultado no operacional serán constantes a partir del último ejercicio, ya que el valor nos permitirá realizar el cálculo de la base tributable, pero no aportan valor al flujo de caja libre. Las cuentas consideradas dentro del resultado no operacional son:

- Otras ganancias (pérdidas): Aquí se encuentran los contratos derivados y valores negociables.
- Ingresos y costos financieros, diferencias de cambios y resultados por unidades de reajuste.
- Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación: Inversiones en sociedades que califican como negocios conjuntos y asociadas. Las cuales son Cervecería Austral S.A., Foods Compañía de Alimentos CCU S.A. Central Cervecera de Colombia S.A.S. y Zona Franca Central Cervecera S.A.S. que son los negocios conjuntos. Por otro lado, Bebidas Bolivianas BBO S.A. y otras sociedades que son las asociadas.

La cuenta “Otras ganancias (pérdidas)” es considerada dentro de los resultados no operacionales como se mencionó con anterioridad y se proyectará constante como el promedio de esta cuenta entre el periodo histórico de estudio. En este cálculo no se considera el primer trimestre 2023, ya que no es representativo del año, lo que da un valor de MUF -37. Los ingresos financieros se proyectarán de igual forma, donde se obtiene un promedio de MUF 453. Los costos, de igual forma, obtienen un valor de MUF -1.227, los cuales aumentaron desde el año 2018 debido a las emisiones de bonos en los años 2018 y dos en el 2020. La cuenta “Participación en utilidad (pérdida) de asociadas y negocios conjuntos contabilizados por el método de la participación” también se considera dentro del resultado no operacional con un valor de su promedio histórico de MUF -314. La cuenta “Diferencias de cambio” posee valores tanto positivos como negativos, pero el promedio histórico es negativo con un valor de MUF -203, lo que es concordante con el análisis histórico económico respecto a los cambios de divisa entre Argentina y también con Estados Unidos. Por último “Resultado por unidades de reajuste” obtiene un valor de MUF -33.

Cuadro 51: Proyección estado de resultados no operacional

Gastos no operacionales	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
ingresos por ventas	75.551	73.758	73.992	74.396	74.891
Otras ganancias (pérdidas)	-37	-37	-37	-37	-37
Ganancias (pérdidas) de actividades	7.478	7.323	7.353	7.389	7.424
Ingresos financieros	453	453	453	453	453
Costos financieros	-1.227	-1.227	-1.227	-1.227	-1.227
Participación en utilidad de asociadas y	-314	-314	-314	-314	-314
Diferencias de cambio	-203	-203	-203	-203	-203
Resultado por unidades de reajuste	-33	-33	-33	-33	-33
Utilidad (pérdida) antes de impuestos	6.155	6.000	6.031	6.066	6.101

Fuente: Elaboración propia

4.4 Impuesto corporativo proyectado

La compañía opera en 5 países distintos, por lo que para cada proyección en cada país se debe utilizar la tasa relevante para cada país. Pero en este caso, las proyecciones se están realizando en UF y la empresa no posee una diferenciación o separación de estos

valores en sus estados financieros, por lo que la tasa a utilizar es la vigente para el país Chile, que es de un 27% sobre las utilidades antes de impuestos, y se asumirá que esta no cambiará en los próximos años.

Cuadro 52: Proyección impuestos a las ganancias (MUF)

	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Utilidad antes de impuestos en MUF	6.155	6.000	6.031	6.066	6.101
Impuesto a las ganancias (27%)	1.662	1.620	1.628	1.638	1.647

Fuente: Elaboración propia

4.5 Estado de resultados proyectado en miles de UF

Ahora bien, el procedimiento a seguir es la unión de los pasos anteriores, obteniendo:

Cuadro 53: Proyección consolidado

EERR MUF	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Ingresos por ventas	75.551	73.758	73.992	74.396	74.891
Costos por ventas	-40.263	-39.327	-39.441	-39.648	-39.904
Margen Bruto	35.288	34.432	34.551	34.748	34.986
Otros ingresos, por función	583	569	571	574	578
Costos de distribución	-13.709	-13.363	-13.407	-13.487	-13.587
Gastos de administración	-5.611	-5.469	-5.487	-5.520	-5.561
Otros gastos por función	-9.037	-8.809	-8.838	-8.890	-8.956
Otras ganancias (pérdidas)	-37	-37	-37	-37	-37
Ganancias (pérdidas) de actividades	7.478	7.323	7.353	7.389	7.424
Ingresos financieros	453	453	453	453	453
Costos financieros	-1.227	-1.227	-1.227	-1.227	-1.227
Participación en utilidad de asociada	-314	-314	-314	-314	-314
Diferencias de cambio	-203	-203	-203	-203	-203
Resultado por unidades de reajuste	-33	-33	-33	-33	-33
Utilidad (pérdida) antes de impuesto	6.155	6.000	6.031	6.066	6.101
Impuestos a las ganancias	-1.662	-1.620	-1.628	-1.638	-1.647
Utilidad (pérdida) del ejercicio	4.493	4.380	4.402	4.428	4.453

Fuente: Elaboración propia

4.5.1 Supuestos utilizados y Comentarios

En la parte de proyección de ingresos, específicamente en la sección de proyección por promedios históricos, se realizó el supuesto de que en cada país se vende la misma

proporción de bebidas alcohólicas y no alcohólicas que vende el total de la compañía en cada año. En el mismo segmento, se asume un crecimiento medido por los crecimientos históricos.

Por otro lado, para las proyecciones por MCO se consideran las variables mencionadas como relevantes para cada regresión. Se considera el PIB de Chile y Argentina variables proxy para los movimientos de consumo y los ingresos per cápita, ya que los ingresos de la compañía dependen de los ingresos por venta. Por otro lado, el valor de la UF es un proxy de inflación que también afecta al consumo de los hogares. Dentro de los supuestos del valor de la UF está que la inflación será igual a lo que proyectó la plataforma *Euromonitor* para los años venideros y que el aumento de esta será constante a través de los trimestres. Se incluyen variables de control temporales que son los distintos trimestres del año, no se ingresan todos los trimestres por un problema de colinealidad y, de no estar todos, también por falta de significancia estadística que afectan la regresión. En todas las regresiones se probaron rezagos de la misma variable dependiente ya que desempeño pasado afectaría desempeño futuro, de no estar integradas en algunas regresiones es, nuevamente, por falta de significancia estadística. Por último, el TCR es una variable que mide competitividad y por lo mismo es utilizada sólo en el segmento Vinos.

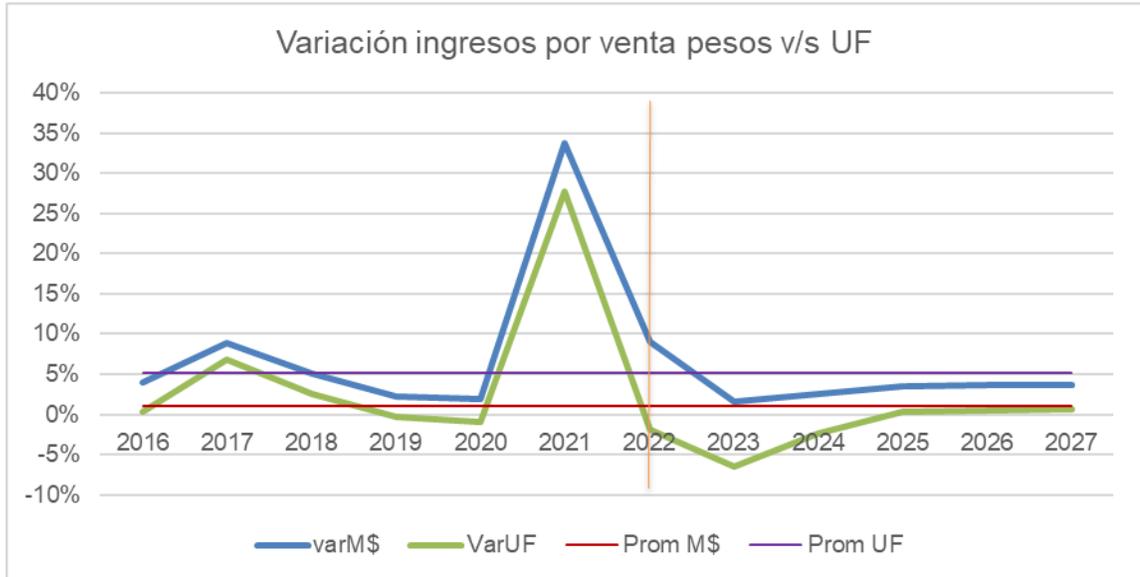
Específicamente en el segmento Negocios Internacionales se utiliza el PIB de Chile y Argentina solamente ya que en estos países es donde existe una mayor concentración de los ingresos por ventas (siendo un 73% y 23% en promedio respectivamente), por lo que el desempeño en Chile también debiese afectar. Por esta misma razón es que se utiliza como variable el crecimiento entre trimestres del segmento Chile. Por último, se utiliza como variable independiente también los ingresos por venta de Vinos en Argentina, el cual también se proyecta por MCO. Esto último se utiliza como proxy de movimientos económicos y comerciales en Argentina, aparte del PIB, dada una falta de significancia en distintas variables económicas obtenidas del mismo banco central de Argentina, esto lo atribuimos a la volatilidad en distintos ámbitos que presenta el país. Por estas mismas razones es que en la proyección de "Vinos Argentina" es que se utilizó como variable explicativa los ingresos por venta de vinos en Chile.

También, cabe destacar que todas las regresiones realizadas presentan un R^2 igual o mayor a 90% que, si bien no es el mejor indicador, este valor tan alto nos da a entender que el modelo es fiable.

No obstante, pueden existir sesgos en los modelos que no permitan una representación precisa de los ingresos por ventas que pudiesen ser por variables omitidas relevantes, la dependencia que hay entre proyecciones y/o la correlación entre variables independientes que pudiesen afectar la varianza de los estimadores.

Por último, podemos notar que la proyección para el presente año es alrededor de un 2% mayor a lo entregado por los modelos para el siguiente año, para luego tener una trayectoria creciente. Al ver los resultados, esto se debe principalmente por los ingresos por ventas percibidos el primer trimestre del año 2023, lo cual cabe destacar que son valores reales obtenidos de los estados financieros de CCU, es decir, no creados a través de los estimadores de los modelos. Atribuimos esto a consecuencias post pandemia en donde hubo ingresos per cápita extraordinarios que afectaron considerablemente los ingresos por ventas de la compañía. En otras palabras, el crecimiento de CCU entre cada año es en promedio 5.21% y 1.05% en pesos y en UF respectivamente desde el año 2015 hasta el año 2022 (líneas horizontales del gráfico 27 morado y rojo respectivamente), sin considerar 2021, donde el crecimiento fue de 33% y 27% respectivamente, como se puede ver en el gráfico 30:

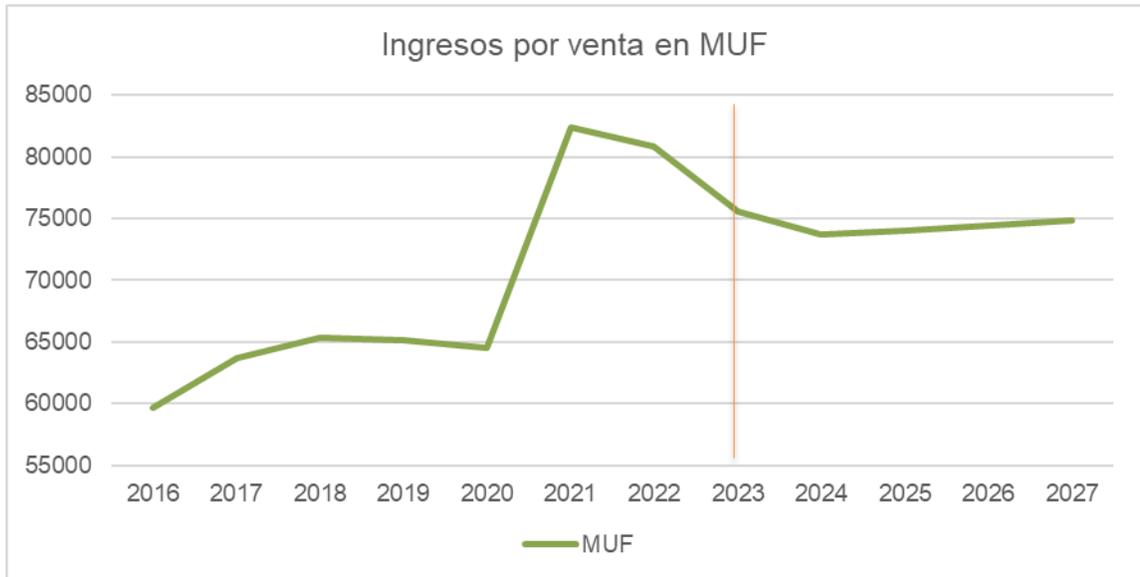
Gráfico 27: Variación ingresos por venta



Fuente: Elaboración propia

Entonces, la proyección de los ingresos se realizó en pesos, que en el gráfico se puede apreciar que revierten a la media rápidamente, pero se debe considerar que la inflación desde el 2022 hasta el 2023 se mantuvo alta y se estima que en los años venideros se normalizará a alrededor del 3%. Esto causa la gran diferencia que se forma entre la línea verde y la azul esos años y al estabilizar la inflación, estos ingresos reales aumentan generando esa distorsión en la proyección y generando también una reversión a la media.

Gráfico 28: Ingresos por venta en MUF



Fuente: Elaboración propia

Por último, en el gráfico 28 se puede ver que los ingresos por venta reales vienen con una baja por todo lo mencionado con anterioridad.

Ahora bien, en la proyección de costos operacionales, por su carácter operacional se asume que la proporción histórica de estos costos respecto a los ingresos se mantiene en el tiempo o se mueve en torno a una media. Lo anterior se cumple para Costo de venta, otros ingresos y MSD&A. En segundo lugar, para la división de esta última cuenta, también se asume que las cuentas que la componen mantienen una proporción constante en el tiempo, pero en este caso con respecto al total de MSD&A. En ambos casos, se aplica el promedio de los análisis verticales (desde el 2018 a 2022), en algunas cuentas se quitan los datos extremos, que se ve principalmente en el año 2018.

Por otro lado, para proyectar el estado de resultados no operacional, se mantuvo constante, pero no con el valor del último periodo, sino que fue realizado un promedio de los años desde 2018 hasta 2022, sin considerar el primer trimestre 2023 ya que afectaría el promedio al representar alrededor solo un 25% del año comercial.

Finalmente, el supuesto para impuestos corporativos es que este se mantendrá inalterable hasta al menos el año 2027.

4.6 Estado de resultados proyectado porcentual

A continuación, se mostrará el mismo cuadro 54 pero mostrando el porcentaje que representa cada cuenta sobre el total de los ingresos por ventas en cada año, en este caso se explicitan dos decimales en los porcentajes para poder apreciar mejor el detalle.

Cuadro 54: Porcentaje de proyección consolidado respecto a los ingresos por ventas

EERR MUF	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Ingresos por ventas	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos por ventas	-53,29%	-53,32%	-53,30%	-53,29%	-53,28%
Margen Bruto	46,71%	46,68%	46,70%	46,71%	46,72%
Otros ingresos, por función	0,77%	0,77%	0,77%	0,77%	0,77%
Costos de distribución	-18,15%	-18,12%	-18,12%	-18,13%	-18,14%
Gastos de administración	-7,43%	-7,42%	-7,42%	-7,42%	-7,43%
Otros gastos por función	-11,96%	-11,94%	-11,94%	-11,95%	-11,96%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%
Ganancias (pérdidas) de actividades	9,90%	9,93%	9,94%	9,93%	9,91%
Ingresos financieros	0,60%	0,61%	0,61%	0,61%	0,61%
Costos financieros	-1,62%	-1,66%	-1,66%	-1,65%	-1,64%
Participación en utilidad de asociada	-0,42%	-0,43%	-0,42%	-0,42%	-0,42%
Diferencias de cambio	-0,27%	-0,28%	-0,27%	-0,27%	-0,27%
Resultado por unidades de reajuste	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-0,04%
Utilidad (pérdida) antes de impuesto	8,15%	8,13%	8,15%	8,15%	8,15%
Impuestos a las ganancias	-2,20%	-2,20%	-2,20%	-2,20%	-2,20%
Utilidad (pérdida) del ejercicio	5,95%	5,94%	5,95%	5,95%	5,95%

Fuente: Elaboración propia

Por ende, el promedio histórico de los porcentajes de utilidades es de **6.29%**, mientras que el proyectado da un valor de **5.95%**.

Para poder visualizar de mejor forma, en el cuadro 55 se puede ver el porcentaje que representa cada cuenta sobre los ingresos totales desde el año 2018 hasta el primer trimestre 2023.

Cuadro 55: Porcentaje histórico consolidado respecto a los ingresos por ventas

EERR %	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	01-03-2023
Ingresos por ventas	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos por ventas	-48,48%	-50,11%	-52,92%	-65,41%	-67,99%	-16,53%
Margen Bruto	51,52%	49,41%	45,85%	58,52%	51,38%	14,88%
Otros ingresos, por función	0,84%	1,23%	1,03%	0,59%	0,23%	0,03%
Costos de distribución	-17,63%	-17,88%	-17,93%	-21,88%	-22,20%	-6,02%
Gastos de administración	-8,54%	-7,48%	-7,38%	-8,05%	-8,25%	-1,41%
Otros gastos por función	-12,13%	-13,19%	-12,25%	-14,17%	-12,27%	-3,50%
Otras ganancias (pérdidas)	0,23%	0,17%	-0,61%	0,48%	-0,56%	-0,32%
Ganancias (pérdidas) de actividades	14,29%	12,26%	8,72%	15,50%	8,34%	3,67%
Ingresos financieros	0,89%	0,72%	0,18%	0,71%	1,01%	0,45%
Costos financieros	-1,32%	-1,51%	-1,53%	-1,78%	-3,34%	-0,88%
Participación en utilidad de asociada	-0,61%	-0,90%	-0,45%	0,01%	-0,48%	-0,16%
Diferencias de cambio	0,19%	-0,49%	0,14%	-0,51%	-0,89%	-0,19%
Resultado por unidades de reajuste	0,04%	-0,45%	-0,02%	0,13%	0,05%	-0,07%
Utilidad (pérdida) antes de impuesto	13,47%	9,62%	7,04%	14,06%	4,68%	2,81%
Impuestos a las ganancias	-3,64%	-2,60%	-1,90%	-3,80%	-1,26%	-0,76%
Utilidad (pérdida) del ejercicio	9,83%	7,03%	5,14%	10,26%	3,42%	2,05%

Fuente: Elaboración propia

5. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA FUTUROS.

5.1 Inversión en reposición:

La inversión en reposición se define como el 100% de la depreciación y amortización proyectada, por lo que sus flujos se presentan de la siguiente forma:

Cuadro 56: Proyección de inversión en reposición

	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Inversión en Reposición	3.560	3.470	3.481	3.502	3.528

Fuente: Elaboración propia

5.2 Nuevas inversiones de capital.

Ahora se debe proyectar la inversión en capital físico (CAPEX), el cual se obtendrá a partir del promedio del porcentaje de inversiones sobre los ingresos operacionales. Como se puede ver en la sección 5.5.3 (inversiones).

Por ende, el CAPEX se calcula como el promedio de las proporciones de inversión, que es la suma de la cuenta “compras en propiedades, plantas y equipos”, y “compras de activos intangibles”, sobre los ingresos por ventas totales en cada año. Se obtiene un

valor de 7.22% (total de las inversiones) desde el año 2018 hasta el 2022, es decir, se excluye la proporción del primer trimestre del año 2023 ya que no se considera representativo del año y no sería correcto utilizar la proyección obtenida para el presente año, esto para conseguir el total de la inversión. Luego se resta la inversión en reposición antes mencionada.

Cuadro 57: Proyección inversión en capital físico

	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Ingresos por ventas	75.551	73.758	73.992	74.396	74.891
Total inversión (7.22%)	5.455	5.325	5.342	5.371	5.407
CAPEX (Total inv. - inv. reposición)	1.895	1.855	1.861	1.869	1.879

Fuente: Elaboración propia

Para recapitular, la inversión en activos físicos se proyecta como porcentaje de inversión sobre los ingresos por ventas. Si bien CCU es una compañía grande, todavía no es considerada madura ya que constantemente está realizando nuevas inversiones.

5.3 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto.

Para el cálculo de la inversión en capital de trabajo se utilizó el CTON promedio (días) previamente calculado en la sección de Inversiones, el cual equivale a 39.5 días, excluyendo marzo del 2023 dado que afectaba en gran medida el promedio. Posteriormente, se utilizan los ingresos proyectados para sacar la diferencia entre periodos y multiplicarlo por 10.82% equivalente a 39.5/365 días. Del procedimiento antes descrito se obtuvo lo expuesto en el cuadro 58:

Cuadro 58: Proyección de inversión en Capital de trabajo

	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Ingresos por ventas	75.551	73.758	73.992	74.396	74.891
CTON (39.5 días)	-194	25	44	54	

Fuente: Elaboración propia

Podemos ver que en el año 2023 hay liberación y los años siguientes hay inversión.

5.4 Valor Terminal.

El valor terminal proviene del flujo de caja bruto menos la inversión en reposición. En mayor detalle, a la utilidad después de impuesto obtenida con anterioridad se le suman los ajustes necesarios que son aquellas cuentas que no son flujo de caja (se ajustan con el signo contrario) y que no son operacionales (se ajustan con signo contrario y después de impuestos).

Las cuentas que se deben ajustar son: Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos, Otros ingresos, Ingresos financieros, Costos financieros, Diferencias de cambio, Resultados por unidades de reajuste y otras ganancias o pérdidas que se ajustan con signo contrario después de impuesto ya que son flujos de caja que no son operacionales. Por otro lado, se ajustan Depreciación y Amortización, Diferencias de cambio y Resultados por unidades de reajuste sólo como el signo contrario ya que no son flujos de caja en sí.

Por ende, a la utilidad después de impuesto se le suman estos ajustes y se proyecta desde el año 2028 al infinito igual al Flujo de caja libre del año 2027 (MUF 8.616).

Luego, en inversiones, la inversión en reposición se proyecta desde el año 2028 hasta el infinito como el valor del último periodo proyectado (2027). Nuevas inversiones e Inversión en capital de trabajo se proyectan con valor cero desde el año 2027 al infinito. Ahora se resta la proyección del flujo de caja libre al infinito con la inversión en reposición hacia el infinito, para finalmente descontarlo a la tasa WACC obtenida en el punto 4.5 (5.389%). El valor terminal es igual a MUF 94.412. Cabe destacar que el valor terminal queda en el periodo del año 2027. Todo lo mencionado con anterioridad se puede ver en el cuadro 59.

Cuadro 59: Ajustes y Valor terminal

	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027	2028-oo
Utilidad Después de Impuestos	4493	4380	4402	4428	4453	
AJUSTES						
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos.	229	229	229	229	229	
Depreciación y Amortización	3.560	3.470	3.481	3.502	3.528	
Otros ingresos	-426	-416	-417	-419	-422	
Ingresos financieros después de impuestos	-331	-331	-331	-331	-331	
Costos financieros después de impuestos	896	896	896	896	896	
Diferencias de cambio	203	203	203	203	203	
Resultados por unidades de reajuste	33	33	33	33	33	
Otras ganancias (pérdidas) después de impuesto	27	27	27	27	27	
FLUJO DE CAJA BRUTO	8684	8491	8523	8567	8616	8616
Inversión en Reposición	-3.560	-3.470	-3.481	-3.502	-3.528	-3.528
Nuevas inversiones	-1.895	-1.855	-1.861	-1.869		
Inversión en Capital de Trabajo	194	-25	-44	-54		
FLUJO DE CAJA LIBRE	3423	3140	3137	3142	5088	5088
Valor Terminal					106.359	

Fuente: Elaboración propia

5.5 Flujos de caja libre proyectados.

En términos de recopilación se mostrará tanto el estado de resultados como los ajustes, para ver cómo quedan los flujos de caja libre con el valor terminal.

Cuadro 60: Compilado

EERR MUF	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027	2028-oo
Ingresos por ventas	75.551	73.758	73.992	74.396	74.891	74.891
Costos por ventas	-40.263	-39.327	-39.441	-39.648	-39.904	
Margen Bruto	35.288	34.432	34.551	34.748	34.986	
Otros ingresos, por función	583	569	571	574	578	
Costos de distribución	-13.709	-13.363	-13.407	-13.487	-13.587	
Gastos de administración	-5.611	-5.469	-5.487	-5.520	-5.561	
Otros gastos por función	-9.037	-8.809	-8.838	-8.890	-8.956	
Otras ganancias (pérdidas)	-37	-37	-37	-37	-37	
Ganancias (pérdidas) de actividades	7.478	7.323	7.353	7.389	7.424	
Ingresos financieros	453	453	453	453	453	
Costos financieros	-1.227	-1.227	-1.227	-1.227	-1.227	
Participación en utilidad de asociada	-314	-314	-314	-314	-314	
Diferencias de cambio	-203	-203	-203	-203	-203	
Resultado por unidades de reajuste	-33	-33	-33	-33	-33	
Utilidad (pérdida) antes de impuesto	6.155	6.000	6.031	6.066	6.101	
Impuestos a las ganancias	-1.662	-1.620	-1.628	-1.638	-1.647	
Utilidad (pérdida) del ejercicio	4.493	4.380	4.402	4.428	4.453	

Fue

	31-12-2023	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027	2028-oo
Utilidad Después de Impuestos	4493	4380	4402	4428	4453	
AJUSTES						
Participación en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos.	229	229	229	229	229	
Depreciación y Amortización	3.560	3.470	3.481	3.502	3.528	
Otros ingresos	-426	-416	-417	-419	-422	
Ingresos financieros después de impuestos	-331	-331	-331	-331	-331	
Costos financieros después de impuestos	896	896	896	896	896	
Diferencias de cambio	203	203	203	203	203	
Resultados por unidades de reajuste	33	33	33	33	33	
Otras ganancias (pérdidas) después de impuesto	27	27	27	27	27	
FLUJO DE CAJA BRUTO	8684	8491	8523	8567	8616	8616
Inversión en Reposición	-3.560	-3.470	-3.481	-3.502	-3.528	-3.528
Nuevas inversiones	-1.895	-1.855	-1.861	-1.869		
Inversión en Capital de Trabajo	194	-25	-44	-54		
FLUJO DE CAJA LIBRE	3423	3140	3137	3142	5088	5088
Valor Terminal					106.359	

nte: Elaboración propia

6. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

6.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Para traer a valor presente los flujos de caja se ha decidido trabajar con trimestres. Para esto se requiere pasar la tasa WACC anual que tenemos a una trimestral:

$$i_t = (1 + i_a)^{1/4} - 1$$

Donde i_t es la tasa trimestral que deseamos obtener e i_a es la tasa anual WACC que se calculó en el punto 4.5 de la presente valoración. Por ende, al reemplazar:

$$i_t = (1 + 4.784\%)^{1/4} - 1 = 1.175\%$$

Ahora bien, para seguir con los pasos, lo primero es realizar un supuesto respecto al flujo de caja para el año 2023. Este fue proyectado en su totalidad, es decir, considerando los 12 meses del año. Como en el presente estudio se desean traer los flujos y estimar el valor de la acción al 31 de marzo del año 2023 es que se obtendrá un porcentaje de los flujos como los siguientes tres trimestres que dan del año desde la fecha de valoración. Para esto se calculó el porcentaje histórico que representa normalmente el primer trimestre respecto al cuarto trimestre, dando como resultado un

valor de 26.49% (Anexo 10). Por ende, el flujo proyectado para el año 2023, se multiplica por 73,51% que sería lo correspondiente a los tres trimestres restantes.

Por ende, cada flujo de caja se trae a valor presente a marzo del año 2023 con el WACC trimestral y periodos acordes, es decir, para el 31-12-2027 se deben traer 4,75 años al presente que es lo mismo que 19 meses. Los resultados se pueden apreciar en el cuadro 61:

Cuadro 61: Valor de los activos

	31-12-2023*	31-12-2024	31-12-2025	31-12-2026	31-12-2027
Flujo final	2.516	3.140	3.137	3.142	111.447
Cantidad de trimestres	3	7	11	15	19
Flujos a 31-03-2023	2.429	2.894	2.759	2.637	89.263
Valor de los activos	99.982				

Fuente: Elaboración propia

* El flujo de caja libre para el año 2023 corresponde al 73.51% del total proyectado, que serían los 3 trimestres restantes del año.

6.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Para el déficit o exceso de capital de trabajo primero necesitamos el CTON del primer trimestre del presente año, el cual si recordamos es la resta entre el total de activos operacionales corrientes menos los pasivos operacionales corrientes. Este valor es de MUF 12.102.

Por otro lado, se requiere, el CTON necesario, que se calcula como el promedio del CTON días obtenido con anterioridad en el punto 5.5.2, el cual tiene un valor de 39.5, esto se divide en 365 considerando los días del año. El total se multiplica por el ingreso por venta proyectado para el primer año, es decir, 2023.

Por ende, el déficit o exceso se genera a través de la resta entre el CTON necesario proyectado para el 2023, menos lo que se ha gastado efectivamente al primer trimestre del presente año.

Cuadro 62: Valor de los activos

CTON al 31-03-2023	12.102
CTON necesario 2023 proyectado	8.176
Deficit capital de trabajo	-3.926

Fuente: Elaboración propia

En el cuadro 62 se pueden ver los valores obtenidos. Dado que el resultado es negativo, se habla de un déficit de capital de trabajo.

6.3. Activos prescindibles y otros activos

Los activos prescindibles son aquellos activos no operacionales que poseen valor de mercado por sí solos. Las cuentas consideradas como prescindibles son: Efectivo y equivalentes al efectivo, Activos no corrientes[...] mantenidos para la venta [...], Otros activos financieros no corrientes, Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación y Propiedad de inversión. Se considera el valor del último periodo. El compilado se puede ver en el cuadro 63.

Cuadro 63: Activos Prescindibles

Ac. Prescindibles MUF	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023
Efectivo y equivalente al efectivo	11.573	6.936	13.636	8.569	17.006	15.885
Activos no corrientes [...] clasificados como mantenidos para la venta [...]	101	14	73	74	57	53
Otros activos financieros no corrientes	121	165	411	1.008	1.055	1.201
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	5.152	4.807	4.510	4.456	4.014	3.637
Propiedad de inversión	316	294	265	308	293	273
Suma						21.049

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

6.4. Valorización económica de la empresa

Para poder valorar finalmente, primero se requiere calcular la Deuda financiera y la Deuda subordinada. La construcción de estas se muestra en el cuadro 64, al igual que con los activos prescindibles, se deja el valor del último periodo.

Cuadro 64: Activos Deuda Financiera y deuda subordinada

Deuda financiera MUF	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Otros pasivos financieros corrientes	2.277	2.244	2.378	3.273	5.294	4.916
Pasivos por arrendamientos corrientes	0	172	170	199	260	232
Otros pasivos financieros no corrientes	8.278	8.250	14.203	14.787	33.485	31.374
Pasivos por arrendamientos no corrientes	0	997	936	936	892	957
Suma						37.479

Deuda subordinada MUF	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, no corrientes	0	0	0	0	0	9
Suma						9

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Por ende, la valoración queda de la siguiente forma en el cuadro 65, es importante recordar que el número de acciones no cambió al 31 de marzo del año 2023.

Cuadro 65: Valoración

VALORACIÓN	MUF
Valor de los Activos	99.982
Activos Prescindibles	21.049
Exceso (Deficit en Capital de Trabajo)	-3.926
Total Activos	117.104
Deuda Financiera	-37.479
Deuda Subordinada	-9
Patrimonio Económico	79.616
Patrimonio Económico M\$ (UF 36.028)	2.868.425.102
Número de acciones	369.502.872
Precio de la Acción \$	7.763
Precio Bolsa	6.120

Fuente: Elaboración propia

Podemos notar que el precio de la acción obtenido es de \$ 7.763 mientras que el precio bolsa para el día 31 de marzo del año 2023 fue de \$ 6.120, información obtenida de *yahoo.finance*. Esto significa que la estimación del precio de la acción obtenida está sobre el precio bolsa real en un **26.8%**.

6.5. Análisis de sensibilidad

Para esta sección se mostrarán los cambios en el porcentaje sobre el precio real de la acción.

Se realizará un análisis de sensibilidad bidimensional donde en las filas se encuentra la variación de los ingresos desde -10% hasta 10% con intervalos de 2%, esto debido a que el mayor crecimiento en pesos fue el año 2022 con una variación alrededor de 9%, mientras que en UF fue el 2017 con 6.7%. Para este análisis no se consideró el año 2021

donde la compañía presentó un crecimiento anormal de 33% y 27% respectivamente debido a toda eventualidad producto de la crisis sanitaria e ingresos extraordinarios mencionados reiteradas veces a lo largo del informe. Y, en las columnas, se encuentra la variación en el WACC con variaciones de 10% a 40% pasando por el cambio de 0% (cambios en puntos porcentuales generaban diferencias muy bruscas para poder realizar un análisis adecuado). Este análisis se realiza para los cambios de ingresos en cada año proyectado. Por ende, el centro de cada cuadro es el porcentaje que se obtuvo de 26% aproximado mencionado en la sección anterior.

Cuadro 66: Sensibilidad ingresos y WACC 2023

26.85%	67.996	69.507	71.018	72.529	74.040	75.551	77.062	78.573	80.084	81.595	83.106
2,87%	133%	134%	136%	137%	138%	139%	141%	142%	143%	144%	146%
3,35%	93%	94%	95%	97%	98%	99%	100%	102%	103%	104%	105%
3,83%	63%	64%	65%	66%	68%	69%	70%	71%	73%	74%	75%
4,31%	39%	41%	42%	43%	44%	46%	47%	48%	49%	51%	52%
4,78%	21%	22%	23%	24%	26%	27%	28%	29%	31%	32%	33%
5,26%	5%	7%	8%	9%	10%	12%	13%	14%	15%	17%	18%
5,74%	-7%	-6%	-5%	-4%	-2%	-1%	0%	1%	3%	4%	5%
6,22%	-18%	-17%	-16%	-14%	-13%	-12%	-11%	-9%	-8%	-7%	-6%
6,70%	-27%	-26%	-25%	-24%	-22%	-21%	-20%	-19%	-17%	-16%	-15%

Fuente: Elaboración propia

* Filas: Ingresos por ventas 2023; Columnas: WACC

Cuadro 67: Sensibilidad ingresos y WACC 2024

26.85%	66.383	67.858	69.333	70.808	72.283	73.758	75.234	76.709	78.184	79.659	81.134
2,87%	131%	133%	134%	136%	138%	139%	141%	143%	144%	146%	148%
3,35%	91%	93%	94%	96%	98%	99%	101%	102%	104%	106%	107%
3,83%	61%	63%	64%	66%	67%	69%	71%	72%	74%	75%	77%
4,31%	38%	39%	41%	42%	44%	46%	47%	49%	50%	52%	54%
4,78%	19%	21%	22%	24%	25%	27%	28%	30%	32%	33%	35%
5,26%	4%	5%	7%	8%	10%	12%	13%	15%	16%	18%	19%
5,74%	-9%	-7%	-6%	-4%	-3%	-1%	0%	2%	3%	5%	7%
6,22%	-20%	-18%	-17%	-15%	-13%	-12%	-10%	-9%	-7%	-6%	-4%
6,70%	-29%	-27%	-26%	-24%	-23%	-21%	-20%	-18%	-17%	-15%	-13%

Fuente: Elaboración propia

* Filas: Ingresos por ventas 2024; Columnas: WACC

Cuadro 68: Sensibilidad ingresos y WACC 2025

26.85%	66.593	68.073	69.553	71.033	72.513	73.992	75.472	76.952	78.432	79.912	81.392
2,87%	131%	133%	135%	136%	138%	139%	141%	143%	144%	146%	147%
3,35%	91%	93%	94%	96%	98%	99%	101%	102%	104%	105%	107%
3,83%	61%	63%	64%	66%	67%	69%	71%	72%	74%	75%	77%
4,31%	38%	39%	41%	42%	44%	46%	47%	49%	50%	52%	53%
4,78%	19%	21%	22%	24%	25%	27%	28%	30%	31%	33%	34%
5,26%	4%	6%	7%	9%	10%	12%	13%	15%	16%	18%	19%
5,74%	-9%	-7%	-6%	-4%	-3%	-1%	0%	2%	3%	5%	6%
6,22%	-19%	-18%	-16%	-15%	-13%	-12%	-10%	-9%	-8%	-6%	-5%
6,70%	-28%	-27%	-25%	-24%	-23%	-21%	-20%	-18%	-17%	-15%	-14%

Fuente: Elaboración propia

* Filas: Ingresos por ventas 2025; Columnas: WACC

Cuadro 69: Sensibilidad ingresos y WACC 2026

26.85%	66.956	68.444	69.932	71.420	72.908	74.396	75.883	77.371	78.859	80.347	81.835
2,87%	132%	133%	135%	136%	138%	139%	141%	142%	144%	146%	147%
3,35%	91%	93%	95%	96%	98%	99%	101%	102%	104%	105%	107%
3,83%	61%	63%	64%	66%	67%	69%	70%	72%	73%	75%	76%
4,31%	38%	40%	41%	43%	44%	46%	47%	49%	50%	51%	53%
4,78%	20%	21%	22%	24%	25%	27%	28%	30%	31%	33%	34%
5,26%	4%	6%	7%	9%	10%	12%	13%	14%	16%	17%	19%
5,74%	-8%	-7%	-5%	-4%	-3%	-1%	0%	2%	3%	4%	6%
6,22%	-19%	-17%	-16%	-15%	-13%	-12%	-11%	-9%	-8%	-6%	-5%
6,70%	-28%	-27%	-25%	-24%	-22%	-21%	-20%	-18%	-17%	-16%	-14%

Fuente: Elaboración propia

* Filas: Ingresos por ventas 2026; Columnas: WACC

Los cuadros con tonalidades más rojas son aquellos que toman valores más altos y aquellos con tonalidades verdes entregan valores más bajos.

Cuadro 70: Sensibilidad ingresos y WACC 2027

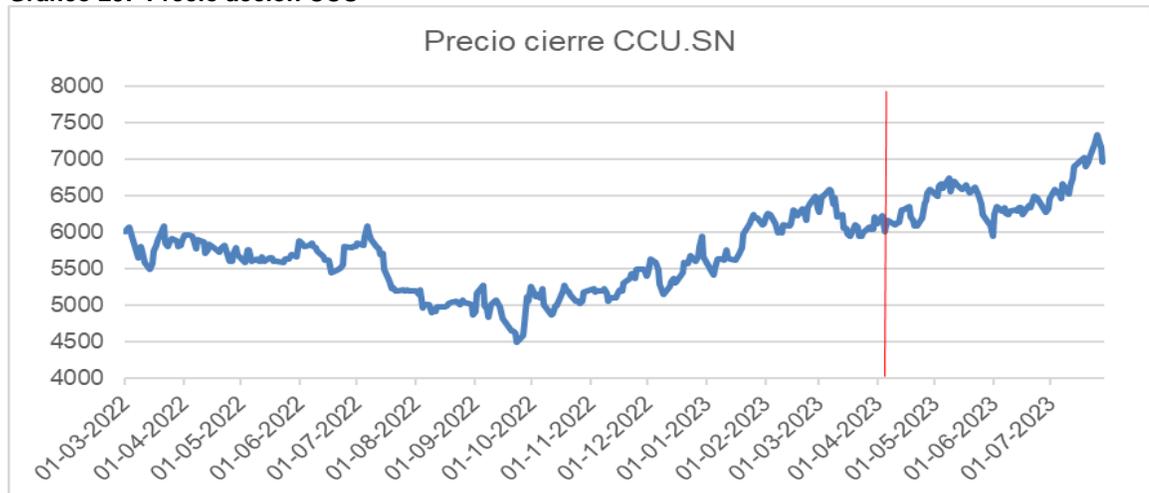
26.85%	67.402	68.900	70.397	71.895	73.393	74.891	76.389	77.886	79.384	80.882	82.380
2,87%	-134%	-79%	-24%	30%	85%	139%	194%	249%	303%	358%	412%
3,35%	-131%	-85%	-39%	7%	53%	99%	145%	191%	237%	283%	329%
3,83%	-129%	-89%	-50%	-10%	29%	69%	109%	148%	188%	227%	267%
4,31%	-127%	-93%	-58%	-24%	11%	46%	80%	115%	149%	184%	218%
4,78%	-126%	-95%	-65%	-34%	-4%	27%	57%	88%	119%	149%	180%
5,26%	-125%	-98%	-70%	-43%	-16%	12%	39%	66%	93%	121%	148%
5,74%	-124%	-100%	-75%	-50%	-26%	-1%	23%	48%	73%	97%	122%
6,22%	-124%	-101%	-79%	-57%	-34%	-12%	10%	33%	55%	77%	100%
6,70%	-123%	-103%	-82%	-62%	-42%	-21%	-1%	20%	40%	60%	81%

Fuente: Elaboración propia

* Filas: Ingresos por ventas 2027; Columnas: WACC

La sensibilidad para el último periodo es mayor, ya que este incluye el valor terminal que, según nuestra proyección, representa sobre el 80% de los flujos de caja libre sin traer a valor presente.

Gráfico 29: Precio acción CCU



Fuente: Elaboración propia con información de yahoo.finance

En el gráfico 29 podemos ver el cambio del precio de la acción de la compañía desde marzo del año 2022 hasta julio del año 2023. Con una línea vertical roja se marca el 31 de marzo del año 2023, es decir, la fecha de valoración.

ANEXOS.

1. Márgenes por segmentos:

- Chile:

Margenes MUF Chile	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Ingresos por ventas	40.252	41.127	42.750	50.922	47.659	13.540	39.375
Ut. Bruto	22.068	22.051	21.213	24.760	19.971	6.426	19.415
Operacional	7.352	7.080	6.008	8.439	4.465	2.274	5.936
EBITDA	9.643	9.422	8.420	10.797	6.465	2.769	7.919
Margen Bruto	34,11%	34,25%	33,20%	30,88%	25,86%	31,63%	31,66%
Margen operacional	11,36%	11,00%	9,40%	10,53%	5,78%	11,19%	9,88%
Margen EBITDA	14,91%	14,64%	13,18%	13,47%	8,37%	13,63%	13,03%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

- Negocios internacionales:

Margenes MUF Negocios internacionales	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Ingresos por ventas	17.555	16.407	13.857	21.875	22.288	5.479	16.244
Ut. Bruto	9.209	7.616	5.957	10.869	11.208	3.028	7.981
Operacional	9.662	694	-46	1.825	1.792	744	2.445
EBITDA	10.380	1.651	833	2.932	2.900	994	3.281
Margen Bruto	14,24%	11,83%	9,32%	13,56%	14,51%	14,90%	13,06%
Margen operacional	14,94%	1,08%	-0,07%	2,28%	2,32%	3,66%	4,03%
Margen EBITDA	16,05%	2,56%	1,30%	3,66%	3,76%	4,89%	5,37%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

- Vinos

Margenes MUF Vinos	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Ingresos por ventas	7.492	7.500	8.091	8.442	8.440	1.461	6.904
Ut. Bruto	2.657	2.952	3.292	3.295	3.224	469	2.648
Operacional	822	1.006	1.085	1.087	1.112	12	854
EBITDA	1.110	1.353	1.483	1.474	1.463	97	1.163
Margen Bruto	4,11%	4,58%	5,15%	4,11%	4,18%	2,31%	4,07%
Margen operacional	1,27%	1,56%	1,70%	1,36%	1,44%	0,06%	1,23%
Margen EBITDA	1,72%	2,10%	2,32%	1,84%	1,89%	0,48%	1,72%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

2. Crecimiento de cada año por segmentos creados

Crecimiento en %	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023*	Promedio
Chile ASV	-0,42%	5,59%	24,20%	-10,33%	-5,61%	2,68%
Chile V	-2,25%	7,21%	2,36%	-1,51%	-25,60%	-3,96%
Chile NA	5,23%	0,44%	10,58%	-0,91%	-3,06%	2,46%
Arg ASV	-13,77%	-15,87%	76,89%	-2,83%	-8,01%	7,28%
Arg V	68,15%	19,26%	34,06%	17,20%	-49,01%	17,93%
Arg NA	-6,39%	-18,71%	61,51%	6,43%	-3,96%	7,78%
Bolivia A	116,73%	-4,66%	-17,47%	-15,99%	-18,77%	11,97%
Bolivia NA	129,98%	-9,62%	-23,45%	-8,91%	-13,33%	14,93%
Paraguay A	3,09%	-17,61%	18,29%	16,72%	-15,46%	1,01%
Paraguay NA	9,40%	-21,89%	9,72%	26,55%	-9,79%	2,80%
Uruguay A	-4,22%	8,32%	6,80%	14,90%	-1,29%	4,90%
Uruguay NA	1,64%	2,68%	-0,95%	24,58%	5,33%	6,66%
Total	-0,48%	-0,74%	25,47%	-3,68%	-7,46%	2,62%

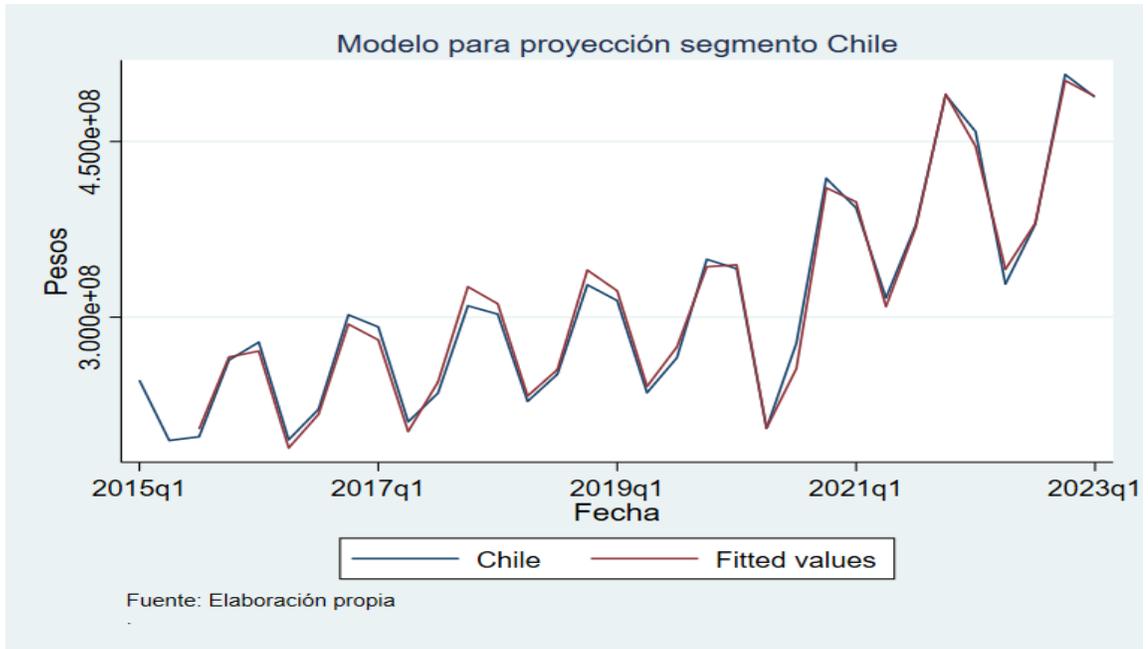
Fuente: Elaboración propia con información EEFF

3. Representación promedio primeros semestres sobre el total de ingresos

Porcentaje 1T respecto a 4T	2018	2019	2020	2021	2022	Prom
Chile	28%	27,70%	28,25%	25,56%	28,18%	27,54%
Negocios internacionales	28%	26,79%	31,84%	18,95%	24,77%	26,00%
Vinos	21%	21,98%	22,18%	23,00%	23,81%	22,36%
Total	27%	26,82%	28,28%	23,52%	26,76%	26,49%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

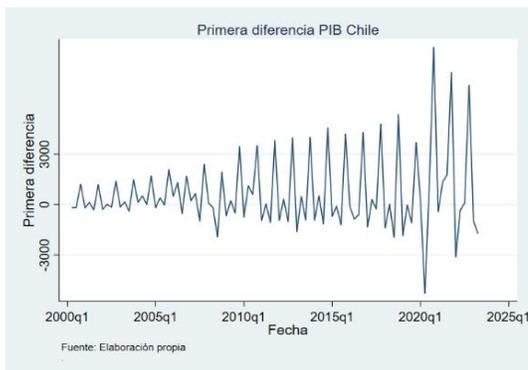
4. Predicción segmento operacional Chile.



5. Proyección PIB Chile.

El PIB de Chile se proyectará con un modelo ARIMA (4,1,3) ya que las variables económicas normalmente su primera diferencia se comporta de forma estacionaria y así encontrar patrones para proyectar a un futuro.

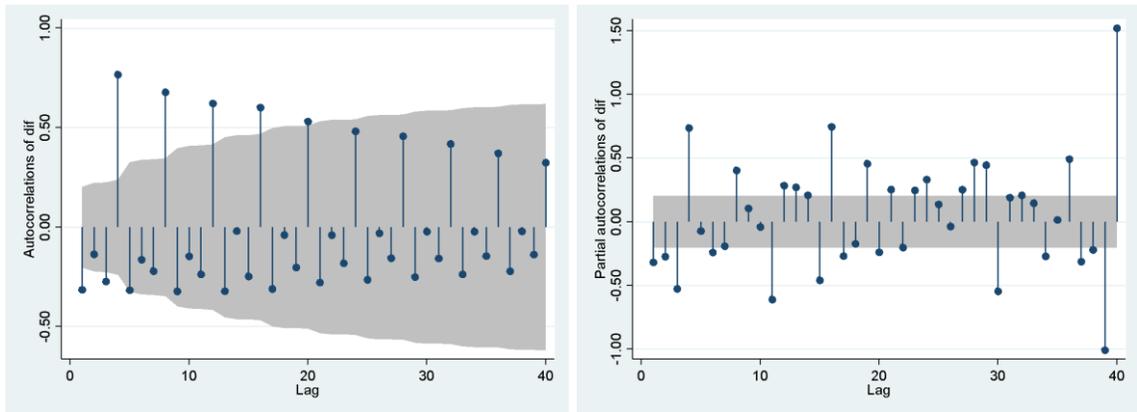
En primera instancia se realizó la prueba de Dickey-fuller para comprobar raíces unitarias y efectivamente la serie presenta raíces unitarias, es decir, no son estacionarias. Pero la primera diferencia si es estacionaria con un 1% de significancia.



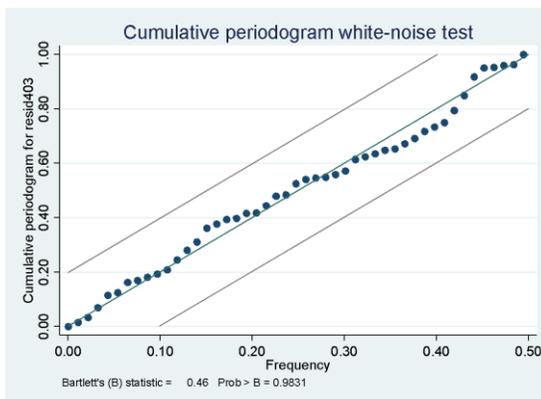
Prueba de Dickey–Fuller para raíz unitaria	
Variable	1ªra dif PIB_Chile
Nº Lags	0
Nº datos	92
Zt	-13,11537
p-value	1,60E-13
Valor Crítico 1%	-3,52120
Valor Crítico 5%	-2,89640
Valor Crítico 10%	-2,58320

Ahora que ya tenemos una variable estacionaria, se realizará una prueba de autocorrelación y autocorrelación parcial para poder obtener los valores óptimos para la regresión, recordar que la autocorrelación indicará los candidatos para medias móviles (MA) y la autocorrelación parcial nos indica los posibles componentes para auto-

regresores (AR). Cabe destacar también que las bandas de los gráficos son de 95% de confianza.



Con esto se obtienen los candidatos que serían: MA 1, 3 o 4 y para AR de 1, 2, 3 o 4. Se realizan todas las opciones creadas y nos quedamos con aquel modelo más parsimonioso que es Ar 4 y MA 3. Se realiza la prueba de *Portmanteau* para probar que los errores son ruido blanco, donde se puede ver gráficamente a continuación y el resultado de la prueba:

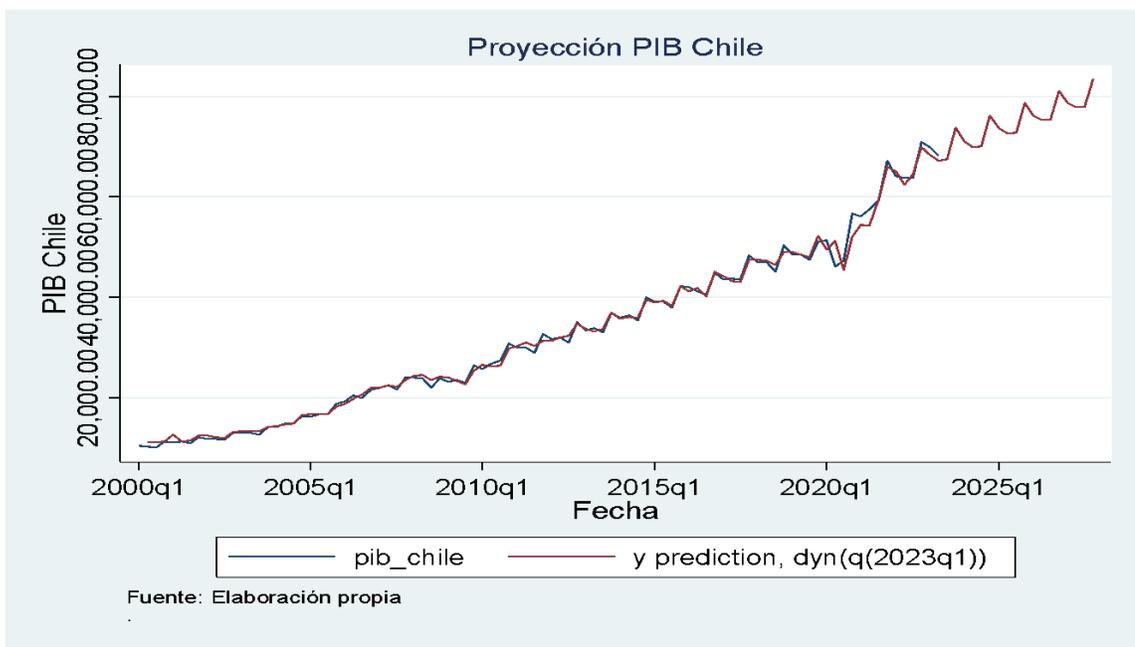


Prueba Portmanteau para ruido blanco	
Grados de libertad (Chi2)	40
p-value	0,97384
Estadístico	24,55798

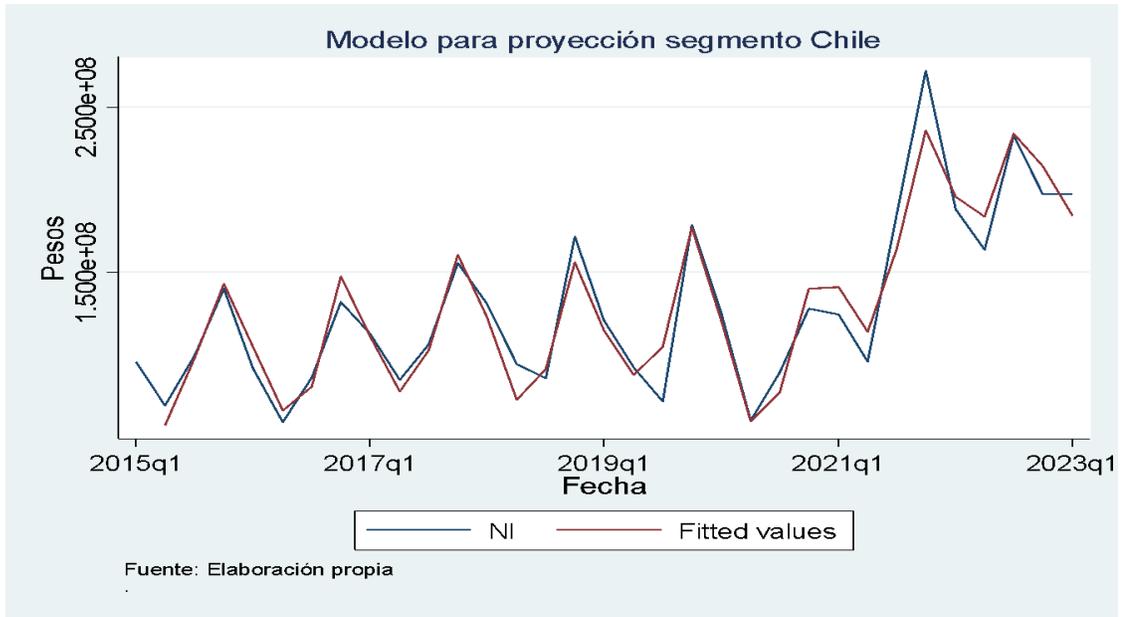
Por ende, la predicción del PIB de Chile por medio de un modelo ARIMA (4,1,3) da como resultado lo siguiente:

VARIABLES	(1) pib_chile	(2) ARMA	(3) sigma
L.ar		-0.555*** (0.130)	
L2.ar		-0.540*** (0.151)	
L3.ar		-0.549*** (0.160)	
L4.ar		0.428*** (0.136)	
L.ma		0.476*** (0.116)	
L2.ma		0.470*** (0.114)	
L3.ma		0.733*** (0.0950)	
Constant	640.5*** (164.5)		1,074*** (55.38)
Observations	93	93	93

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1



6. Predicción segmento Negocios internacionales



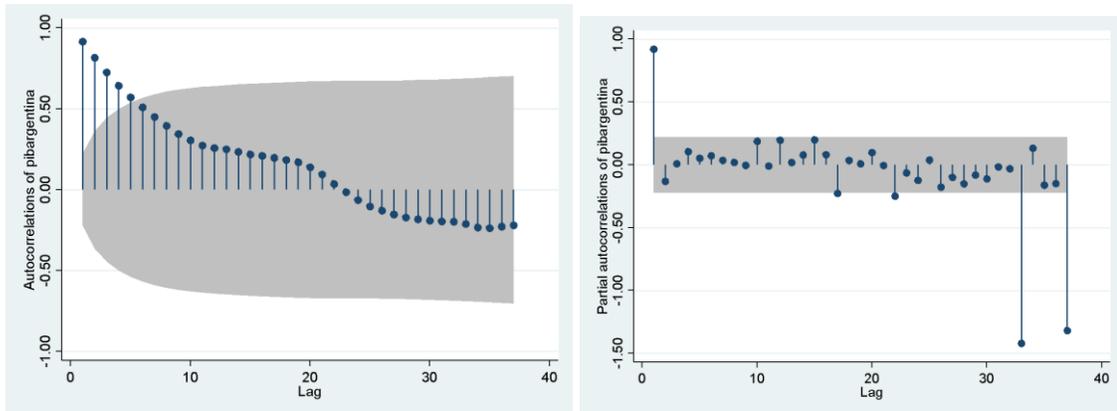
7. Proyección PIB Argentina.

El PIB de Argentina al ser una variable económica con precios base, en este caso, del año 2004, es que es estacionaria con un 10% de significancia con la prueba de Dickey-Fuller.

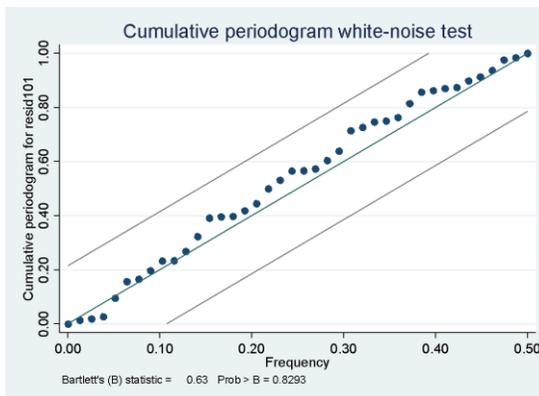


Prueba de Dickey-Fuller para raíz unitaria	
Variable	PIB_Argentina
N° Lags	0
N° datos	77
Zt	-2,71975
p-value	7,07E-02
Valor Crítico 1%	-3,54220
Valor Crítico 5%	-2,90840
Valor Crítico 10%	-2,58920

Dado esto, se procede inmediatamente con la autocorrelación y la autocorrelación parcial de la variable para poder estimar las opciones para el modelo:



Podemos notar que las opciones son AR 1 y MA de 1, 2, 3 o 4. Se realizan todas las opciones y luego se procede a verificar que los errores sean ruidos blancos a través de la prueba de *Portmanteau* y escogiendo el más parsimonioso que es AR 1 y MA 1:



Prueba Portmanteau para ruido blanco	
Grados de libertad (Chi2)	37
p-value	1,00000
Estadístico	11,06440

Por ende, la predicción del PIB de Argentina por medio de un modelo ARIMA (1,0,1) da como resultado lo siguiente:

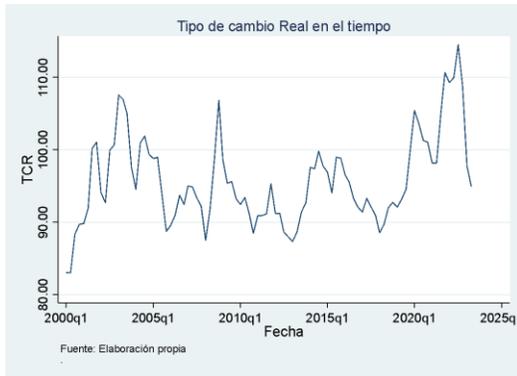
VARIABLES	(1) pibargentina	(2) ARMA	(3) sigma
L.ar		0.973*** (0.0385)	
L.ma		0.168*** (0.0539)	
Constant	627,739*** (75,436)		18,454*** (805.3)
Observations	78	78	78

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1



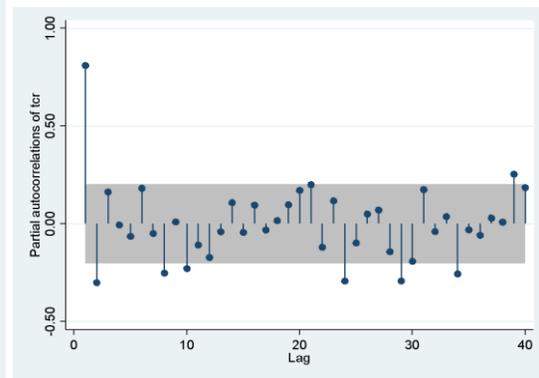
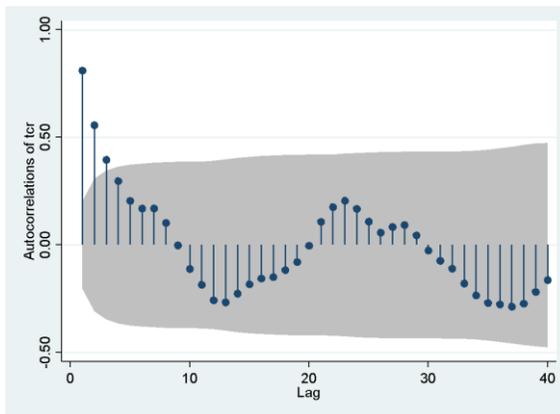
8. Proyección Tipo de cambio real

El tipo de cambio real es una variable cuya construcción es estacionaria, pero que de todas formas fue corroborado con la prueba de Dickey-Fuller, lo que nos dice que es estacionaria con un 5% de significancia:

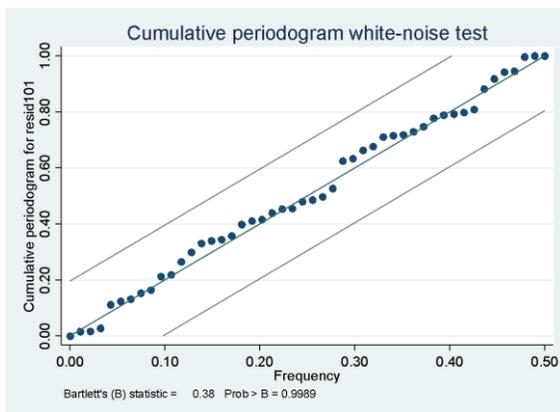


Prueba de Dickey-Fuller para raíz unitaria	
Variable	TCR
N° Lags	0
N° datos	93
Zt	-3,30925
p-value	1,45E-02
Valor Crítico 1%	-3,51980
Valor Crítico 5%	-2,89560
Valor Crítico 10%	-2,58280

Dado esto, se procede inmediatamente con la autocorrelación y la autocorrelación parcial de la variable para poder estimar las opciones para el modelo:



Podemos ver que las opciones del modelo con AR 1 o 2 y MA 1, 2 o 3. Se utilizó la más parsimoniosa que fue Ar 1 y MA 1 que cumpliera con la prueba de *Portmanteau* de ruido blanco.

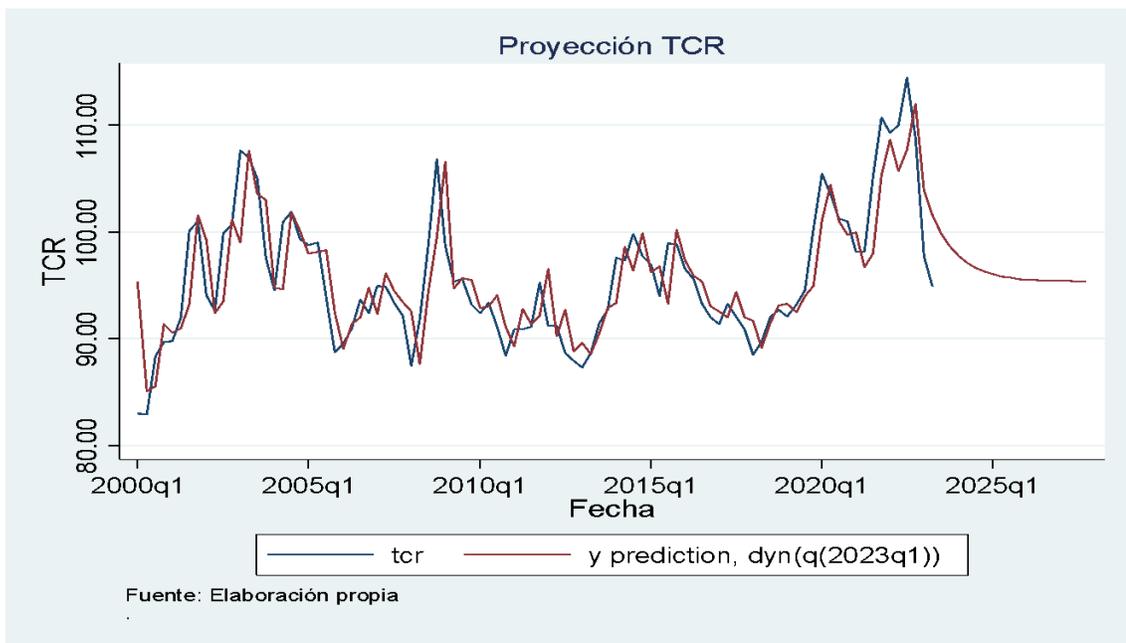


Prueba Portmanteau para ruido blanco	
Grados de libertad (Chi2)	40
p-value	0,53590
Estadístico	38,54250

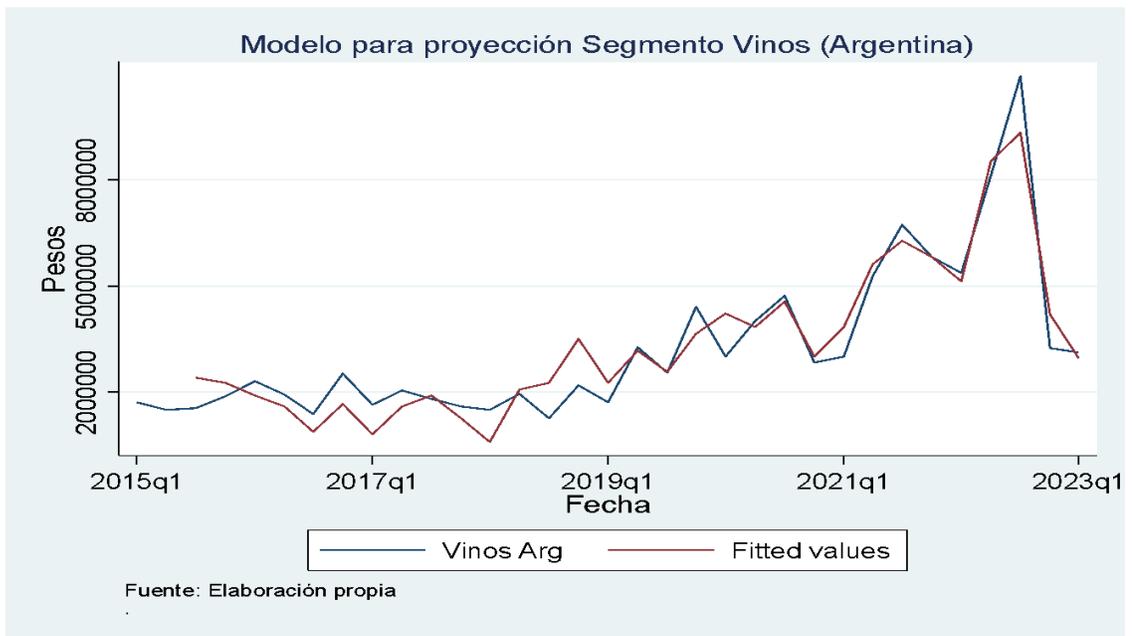
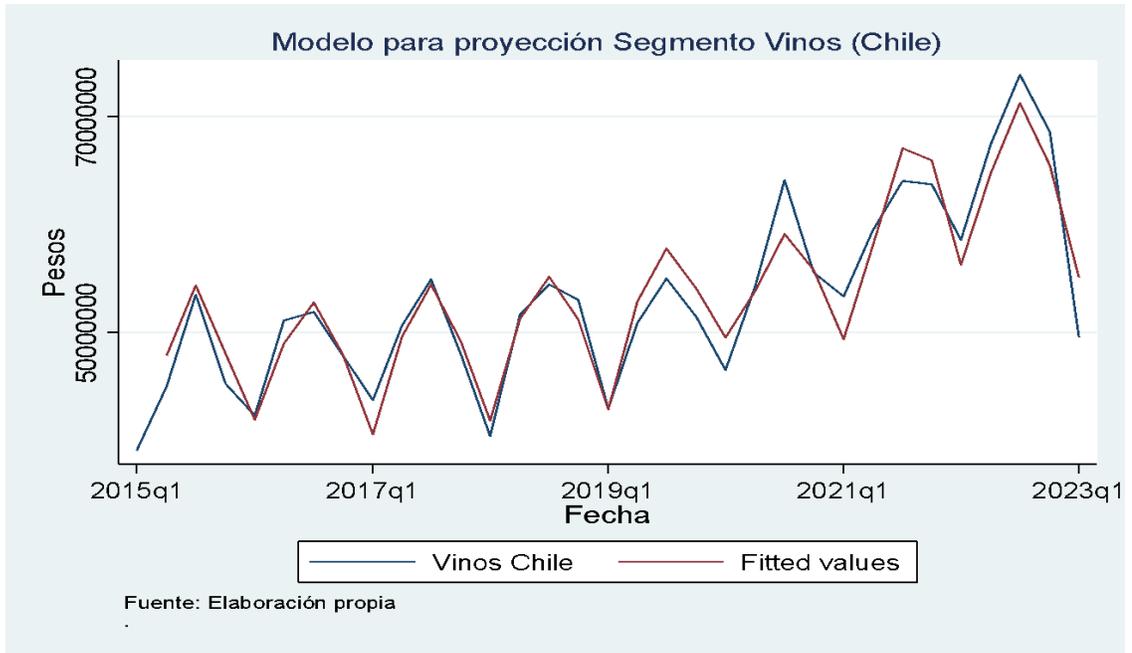
Por ende, la predicción del Tipo de cambio real por medio de un modelo ARIMA (1,0,1) da como resultado lo siguiente:

VARIABLES	(1) tcr	(2) ARMA	(3) sigma
L.ar		0.729*** (0.0715)	
L.ma		0.392*** (0.114)	
Constant	95.37*** (1.607)		3.262*** (0.228)
Observations	94	94	94

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1



9. Regresión Chile y Argentina Vinos



10. Porcentaje que representa el primer trimestre sobre el cuarto

Porcentaje 1T respecto a 4T	2018	2019	2020	2021	2022	Prom
Chile	28%	27,70%	28,25%	25,56%	28,18%	27,54%
Negocios internacionales	28%	26,79%	31,84%	18,95%	24,77%	26,00%
Vinos	21%	21,98%	22,18%	23,00%	23,81%	22,36%
Total	27%	26,82%	28,28%	23,52%	26,76%	26,49%

BIBLIOGRAFÍA.

- Aswath D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Banco Central. (2023). *Cuentas nacionales*. Obtenido de <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/estadisticas/cuentas-nacionales-anuales>
- Banco Mundial. (2023). *Crecimiento del PIB (% anual)*. Obtenido de https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=CL&name_desc=false
- CCU. (2023). *Memoria Anual 2022*. Obtenido de https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=8c6b7451691d15c5c1ab3c632d3e9b01VFdwQmVVMtZRWHTOUkVWNIRVUm5ORTFuUFQwPQ=&secuencia=-1&t=1692583016
- CCU. (2022). *Memoria Anual 2021*. Obtenido de https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=c78f21bca18cabd3ca29d6e8a975e26eVFdwQmVVMXFRWHBOUkVWNFRrUkZkMDFSUFQwPQ=&secuencia=-1&t=1692724810
- CCU. (2021). *Memoria Anual 2020*. Obtenido de https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=292405cc5898d9d

[270076a7e81f15f23VFdwQmVVMVVRWHBOUkVWNFRucE5IVTFSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692724887](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=d84ea73f5c7daf0a519787f6ce139a1cVFdwQmVVMVVRWHBOUkVWNFRucE5IVTFSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692724887)

- CCU. (2020). *Memoria Anual 2019*. Obtenido de: https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=d84ea73f5c7daf0a519787f6ce139a1cVFdwQmVVMUVRWHBOUkVFeVRucGpOVTFuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692724917
- CCU. (2019). *Memoria Anual 2018*. Obtenido de: https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=6f3fb9916d51fc439034d0d2bb151dd1VFdwQmVFOVVRVE5OUkVWNFRXcHJIRTICUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692724965
- Centro de investigación en finanzas. (marzo de 2023). *ÍNDICE DE CONFIANZA DEL*. Obtenido de: https://www.utdt.edu/ver_contenido.php?id_contenido=2575&id_item_menu=4982
- Coca Cola Embonor. (2023). *Memoria Anual 2022*. Obtenido de https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=fd6ef7ca796a298e20bfb1e0e7db1b9VFdwQmVVMTZRVEJOUkVVd1QwUlpIRTEzUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692581992
- DATOSMACRO. (2023). *IPC CHILE*. Obtenido de <https://datosmacro.expansion.com/ipc-paises/chile?sector=Bebidas+alcohol+C3%B3licas+y+tabaco&sc=IPC-ByT>
- DIPRES. (12 de Julio de 2023). *Finanzas Públicas del segundo trimestre de 2023*. Obtenido de https://www.dipres.gob.cl/598/articles-313244_doc2_pdf.pdf
- CCU. (2023). *Memoria Anual 2022*. Obtenido de https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=8c6b7451691d15c5c1ab3c632d3e9b01VFdwQmVVMTZRWVHBOUkVWNIRVUm5ORTFuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692583016
- Coca Cola Embonor. (2023). *Memoria Anual 2022*. Obtenido de https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=fd6ef7ca796a298e20bfb1e0e7db1b9VFdwQmVVMTZRVEJOUkVVd1QwUlpIRTEzUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692581992

- DATOSMACRO. (2023). *IPC CHILE*. Obtenido de <https://datosmacro.expansion.com/ipc-paises/chile?sector=Bebidas+alcohol%C3%B3licas+y+tabaco&sc=IPC-ByT>
- DIPRES. (12 de Julio de 2023). *Finanzas Públicas del segundo trimestre de 2023*. Obtenido de https://www.dipres.gob.cl/598/articulos-313244_doc2_pdf.pdf
- INDEC. (2023). *Agregados macroeconómicos (PIB)*. Obtenido de <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-9-47>
- Embotelladora Andina. (2023). *Memoria Aual 2022*. Obtenido de https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=e368602d465d1527b21094895db72788VFdwQmVVMTZRWHBOUkVWNIRrUm5IRTEzUFQwPQ=&secuencia=-1&t=1692582196
- El mostrador. (7 de diciembre de 2021). *El mercado de bebidas sin alcohol sigue creciendo y se posiciona como una nueva tendencia*. Obtenido de <https://www.elmostrador.cl/generacion-m/2021/12/07/el-mercado-de-bebidas-sin-alcohol-sigue-creciendo-y-se-posiciona-como-una-nueva-tendencia/>
- El Mostrador. (12 de mayo de 2021). *El pisco logra importantes avances en su reconocimiento, protección y promoción internacional*. Obtenido de <https://www.elmostrador.cl/generacion-m/2021/05/12/el-pisco-logra-importantes-avances-en-su-reconocimiento-proteccion-y-promocion-internacional/>
- IPE . (19 de Marzo de 2023). *Índice de Confianza del Consumidor se mantiene en zona de optimismo a febrero*. Obtenido de https://equipos.com.uy/wp-content/uploads/2023/05/Indice-de-Confianza-del-Consumidor_Abril-de-2023.pdf
- IPSOS. (Marzo de 2023). *IPSOS CCI: CONSUMER CONFIDENCE INDEX* . Obtenido de <https://www.ipsos.com/sites/default/files/ct/news/documents/2023-05/IPSOS%20CCI%20-%20MARZO%202023.pdf>
- UCU BUSINESS SCHOOL. (Abril de 2023). *ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC) – ABRIL 2023*. Obtenido de https://equipos.com.uy/wp-content/uploads/2023/05/Indice-de-Confianza-del-Consumidor_Abril-de-2023.pdf
- Viña Concha y Toro. (2023). *Memoria Anual 2022*. Obtenido de https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=8a3461c00f401995

[b066bfb7bb878186VFdwQmVVMtZRVEJOUkVVeFRrUm5OVtFSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692584178](https://es.finance.yahoo.com/quote/CCU.SN/history?p=CCU.SN&secuencia=-1&t=1692584178)

- Yahoo Finance. (2023). *Datos Históricos*. Obtenido de <https://es.finance.yahoo.com/quote/CCU.SN/history?p=CCU.SN>
- Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: *cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Maqueira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- CCU (2019). Estados financieros consolidados, correspondientes al ejercicio al 31 de diciembre de 2018. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90413000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABY8AAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- CCU (2020). Estados financieros consolidados, correspondientes al ejercicio al 31 de diciembre de 2019. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90413000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABY8AAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- CCU (2021). Estados financieros consolidados, correspondientes al ejercicio al 31 de diciembre de 2020. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90413000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABY8AAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- CCU (2022). Estados financieros consolidados, correspondientes al ejercicio al 31 de diciembre de 2021. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90413000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABY8AAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

- CCU (2023). Estados financieros consolidados, correspondientes al ejercicio al 31 de diciembre de 2022. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90413000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABBy8AAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- CCU (2023). Estados financieros consolidados, correspondientes al ejercicio al 31 de marzo de 2023. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90413000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABBy8AAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- Diario Financiero (2004). Betas, betas... y más betas: Metodologías de estimación del riesgo. Disponible en: <https://valoracionproyectos.angelfire.com/betasymasbetas.pdf>
- CCU (2023). Conócenos. Disponible en: <https://www.ccu.cl/conocenos/>
- ODEPA. (2023). *PIB por clase de actividad económica*. Obtenido de <https://www.odepa.gob.cl/pib-por-clase-de-actividad-economica>