



**VALORACIÓN COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A.  
MEDIANTE MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO (FDC)**

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

**Alumno: Marta Jara Muñoz**

**Profesor Guía: Marcelo González Araya**

**Santiago, julio 2015**

## **Dedicatoria**

Para mi amado esposo Víctor Quezada, por su gran amor, confianza, dedicación y apoyo en todos mis emprendimientos, los cuales sin su ayuda no hubiese logrado. Para mis hijos Alex y Javiera, que son lo más hermoso que Dios me ha dado. Para mis padres, Ana y Héctor y también a mis hermanos que han sido un gran ejemplo de perseverancia y solidaridad.

## **Agradecimientos**

Agradezco al Profesor Marcelo González Araya por su valiosa disposición y ayuda en este proceso y al profesor Carlos Maquieira quien fue parte importante en la formación de este Magister.

TABLA DE CONTENIDOS	
I	RESUMEN EJECUTIVO ..... 7
II	METODOLOGÍA ..... 8
III	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA ..... 14
	A.Descripción de los segmentos de Operación. .... 15
	1. Segmento de operación Chile..... 15
	2. Segmento de operación Río de la Plata ..... 15
	3. Segmento de operación Vinos..... 16
	4. Otros Segmentos ..... 16
IV	DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA ..... 18
V	DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA ..... 19
VI	ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA ..... 23
	A.Cálculo de la deuda financiera ..... 23
	B.Patrimonio económico ..... 23
	C. Estructura de capital objetivo ..... 24
VII	ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL ..... 25
	A. Estimación del costo patrimonial de la empresa ..... 25
	1. Estimación del beta patrimonial de la acción..... 26
	2. Costo de la Deuda $k_b$ ..... 27
	3. Beta de la Deuda $\beta_d$ ..... 27
	4. Beta de la Acción ( $\beta_p C/D$ ) ..... 27
	5. Beta Patrimonial Sin Deuda $\beta_p S/D$ ..... 28
	6. Beta Patrimonial con deuda $\beta_p C/D$ ..... 29
	7. Costo Patrimonial $k_p$ ..... 30
	B Estimación del Costo de Capital $k_0$ ..... 30
VIII	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA ..... 31
	A Análisis de Crecimiento ..... 31
	1.Tasas de crecimiento reales de las ventas de la empresa. .... 31
	2.Tasas de crecimiento reales de la industria ..... 33
	3. Análisis de las perspectivas de crecimiento de la industria. .... 34
IX	PROYECCIÓN DE EERR..... 37
	A Análisis de Costos de Operación..... 37

B. Análisis de Cuentas no operacionales.....	39
C. Análisis de Activos.....	43
D. Proyección de Ingresos de Operación.....	47
E. Proyección de costos de operación.....	48
F. Proyección Resultado No Operacional.....	49
X PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRES .....	52
1. Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles.....	52
2. Inversión de reposición.....	52
3. Inversión en capital de trabajo.....	55
4. Déficit de capital de trabajo.....	56
5. Activos prescindibles de la empresa al 30 de septiembre de 2014.....	57
6. Deuda financiera de la empresa al 30 de septiembre de 2014.....	58
7. Valor Terminal.....	58
XI VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN. .	60
XII CONCLUSIONES.....	62
XIII ANEXOS .....	63
Anexo 1: Resumen Compañía Cervecerías Unidas.....	63
Anexo 2: Empresas comparables.....	64
Anexo 3: Tabla de amortización BONO SERIE A.....	66
Anexo 4: Tabla de amortización BONO SERIE E.....	68
Anexo 5: Tabla de amortización BONO SERIE H .....	70
Anexo 6: Tabla de Amortización BONO SERIE I.....	71
Anexo 7: Regresiones .....	72
XIV BIBLIOGRAFÍA.....	77

## ÍNDICE DE TABLAS Y CUADROS

Segmentos de Operación CCU .....	14
Participantes de la industria a nivel nacional e internacional.....	18
Resumen características Bono Serie A .....	19
Resumen características Bono Serie E.....	20
Resumen características Bono Serie H .....	21
Resumen características Bono Serie I .....	22
Deuda Financiera CCU 2010-2014 .....	23
Patrimonio económico CCU 2010-2014 .....	23
Valor de los activos CCU 2010-2014 .....	23
Estructura de capital CCU 2010-2014 y Estructura objetivo.....	24
Estimación del beta de la acción, significancia y presencia bursátil 2010-2014...	26
Beta de la acción con deuda CCU 2014 .....	27
Estructura de capital objetivo .....	29
Tasas de crecimientos de los segmentos operacionales 2011-2014 .....	32
Participación de los segmentos en los ingresos totales 2010-2014 .....	32
Crecimiento de los ingresos de las compañías nacionales 2011-2014.....	33
Evolución de las ventas de las 3 empresas nacionales relevantes 2010-2014 ...	33
Estructura impositiva de los bebestibles en Chile .....	34
Crecimiento del PIB países latinoamericanos 2012-2016 .....	36
Costo de ventas, depreciación y amortización 2010-2014 .....	37
Costo de ventas de los segmentos operacionales 2010-2014 .....	38
Costos de distribución como porcentaje de las ventas 2010-2014 .....	38
Gastos de administración como porcentaje de las ventas 2010-2014 .....	39
Otros gastos por función como porcentaje de las ventas 2010-2014 .....	39
Ingresos financieros como variación porcentual de las ventas 2010-2014 .....	40
Costos financieros como variación porcentual de las ventas 2010-2014 .....	41
Participación en utilidades como porcentaje de las ventas 2010-2014 .....	42

Diferencias de cambio y resultado por unidades de reajuste 2010-2014 .....	43
Tasas de crecimiento esperadas en ventas 2014-2018 .....	47
Proyección de los costos de venta 2014-2018 .....	48
Proyección de la depreciación y amortización 2014-2018 .....	48
Proyección de los gastos de administración 2014-2018 .....	49
Proyección de otros gastos, por función 2014-2018 .....	49
Proyección de los ingresos financieros 2014-2018 .....	50
Proyección de los costos financieros 2014-2018 .....	50
Proyección de la participación en utilidades 2014-2018 .....	50
Diferencias de cambio y resultados por unidades de reajustes 2014-2018.....	50
Proyección de los flujos en UF 2014-2019 .....	51
Proyección de la depreciación y amortización 2014-2019 .....	52
Proyección de la inversión en reposición 2014-2019 .....	52
Evolución del CAPEX 2010-2014 .....	53
Evolución de las propiedades, plantas y equipos 2010-2014 .....	54
Proyección del CAPEX 2014-2019 .....	55
Detalle de los activos Corrientes 2010-2014 .....	55
Detalle de los pasivos corrientes 2010-2014 .....	56
Cálculo del CTON 2010-2014 .....	56
Cálculo del déficit de Capital de Trabajo a Diciembre de 2014 .....	56
Detalle activos prescindibles Diciembre 2013-Septiembre 2014 .....	57
Deuda Financiera al 30 de septiembre de 2014 .....	58
Flujo de caja proyectado en UF 2014-2019 .....	59
Resumen de la valoración económica al 30 de septiembre de 2014 .....	60
Sensibilización del precio de la acción.....	61

## **I RESUMEN EJECUTIVO**

A través del presente informe, se da a conocer una valoración económica, de la empresa chilena, Compañía Cervecerías Unidas S.A (CCU), al 30 de septiembre de 2014, utilizando el método de valoración, conocido como, Flujo de Caja Descontado (DCF).

Para la construcción del flujo de caja, se utilizó la información de los Estados Financieros, presentados desde diciembre del año 2010, hasta septiembre del año 2014. Se analizó la empresa y la industria en la que opera, se determinó la estructura de capital que presenta, las perspectivas de inversión futura y de crecimiento, proyectándose los flujos de caja hasta el año 2018, más una perpetuidad a partir del año 2019 (sin perspectivas de crecimiento).

Para el cálculo de la tasa de descuento se utilizó la tasa libre de riesgo de 1,91% (BTU-30), un premio por riesgo de mercado de un 5,93% y un beta de la empresa de 0,9372 obteniendo una tasa costo capital (Wacc) de 7,01%.

Lo anterior permitió determinar un precio estimado para la acción, al 30 de septiembre de 2014, de empresas CCU de \$6.590, el cual comparado con el precio de cierre de las transacciones de la Bolsa de Comercio de Santiago, es tan solo un 0,07% superior (precio bolsa \$6.585).

Teniendo en consideración, los supuestos utilizados en el cálculo de la tasa de descuento, se realizó un análisis de sensibilidad, con el objetivo de apreciar cómo se afecta la valoración económica del precio de la acción de la Compañía, cuando cambia la tasa de descuento. Al respecto, se determinó que para rangos de tasas entre 7,01% y 8,51% el precio de la acción fluctúa entre \$6.590 y \$5.030, concluyendo por lo tanto, que el precio de mercado de la acción se encuentra en su precio justo.

## **II METODOLOGÍA**

### **Principales Métodos de Valoración.**

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos<sup>1</sup>. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables<sup>2</sup>.

Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

### **Modelo de descuento de dividendos.**

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

---

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

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

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

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

Donde:

DPA= Dividendo por acción

$K_p$ = rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

Donde  $\text{DPA}_1$  son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

### **Método de Flujos de Caja Descontados.**

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

---

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.<sup>4</sup>

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

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

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

---

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

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

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

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

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

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando

los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

### **Método de múltiplos.**

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

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

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

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos<sup>5</sup>:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)

---

<sup>5</sup> Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

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

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

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

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m<sup>2</sup> construido en retail)

### III DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Compañía de Cervecerías Unidas S.A (CCU) es una compañía diversificada de bebestibles y confites, con operaciones en Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia y Colombia. Participa en los negocios de cervezas, pisco, ron, vino, sidra, gaseosas, néctares, aguas envasadas, bebidas funcionales y confites.

Actualmente, CCU es una sociedad anónima abierta, cuyas acciones son transadas en los mercados bursátiles de Chile y en la Bolsa de Valores de Nueva York. Sus principales accionistas son Quiñenco S.A., holding de la familia Luksic, y Heineken, quienes, a través de Inversiones y Rentas S. A., poseen el 60% de la propiedad de la Compañía. El resto de las acciones están divididas entre ADR's (12,9%) y otros accionistas minoritarios (27.1%).

La Compañía mantiene contratos de licencia respecto a un gran número de marcas que comercializa, desarrollando, además, marcas propias entre las que destacan las cervezas Cristal y Escudo, las bebidas Bilz y Pap y los vinos del Grupo Viña San Pedro Tarapacá.

Compañía de Cervecerías Unidas CCU cuenta con una estructura integrada por Segmentos de operación, compuestos por Chile, Río de la Plata, Vinos y Otros (Soportes Corporativos y otros Negocios).

A continuación se muestra la composición de cada uno de los segmentos.

#### Segmentos de Operación CCU

1. Operación Chile	2. Operación Río de la Plata	3. Vinos	4. Otros
Cervecera CCU Chile Ltda.	CCU Argentina S.A	Viña San Pedro de Tarapacá S.A	Unidades de Apoyo Corporativo (UAC)
Embotelladora Chilenas Unidas S.A o ECCUSA	CCU Uruguay S.A		Transportes CCU Ltda.
Compañía Písquera de Chile S.A (CPCh)	CCU Paraguay S.A		Comercial CCU S.A
Compañía Cervecera Kunstmann S.A			CRECCU S.A
Aguas CCU-Nestlé Chile S.A			Fábrica de Envases Plásticos (PLASCO S.A)
			CCU en Bolivia
			Foods Compañía de Alimentos CCU S.A (Snack dulces)

Fuente: Estados Financieros Septiembre 2014: Compañía de Cervecerías Unidas S.A.

## **A. Descripción de los segmentos de Operación.**

### **1. Segmento de operación Chile.**

Incluye la comercialización en Chile, de Cervezas, Bebidas sin alcohol y Licores. En este segmento se encuentran las filiales: Cervecera CCU Chile Ltda, Embotelladoras Chilenas Unidas S.A., Compañía Pisquera de Chile S.A., Cía. Cervecera Kunstmann S.A. y Aguas CCU-Nestlé Chile S.A. A continuación se describen las tres compañías más importantes de este segmento:

1.1 Cervecera CCU Chile Ltda: Lidera el mercado de las cervezas, con cerveza Cristal y Escudo, las cuales representan el mayor margen operacional consolidado. El portafolio de marcas de esta compañía es el siguiente: Cristal Cero, y Light. Escudo, Royal Guard, Morenita, Dorada, Lemon Stones, Heineken, Sol, Budweiser, Austral, Kunstmann y D´olbek.

1.2 Embotelladoras Chilenas Unidas S.A: Es una de las principales empresas de bebestibles de Chile. El portafolio de productos es el siguiente: Gaseosas, Néctares y bebidas de fruta, Aguas Embotelladas HOD Manantial.

1.3 Compañía Pisquera de Chile S.A.: Es el mayor actor en la industria de piscos, ofreciendo un variado portafolio de marcas compuesto por: Pisco y Ron.

### **2. Segmento de operación Río de la Plata.**

Incluye las operaciones de la Compañía en Argentina, Paraguay, Uruguay y Colombia. A continuación se muestra una breve descripción de las operaciones en cada uno de los países ya mencionados:

2.1 CCU Argentina: Elabora cervezas, bebidas energéticas, sidra y licores. Compuesta por los negocios de Paraguay, Uruguay y Colombia.

2.2 Paraguay: Bebidas del Paraguay es dueña de los activos productivos y marcas a través de las cuales se desarrolla el negocio de producción, comercialización y venta de bebidas con y sin alcohol, tales como gaseosas, jugos, agua, cerveza y caña, bajo diversas marcas, tanto propias como licenciadas e importadas.

2.3 Uruguay: CCU protagoniza la industria de bebestibles de Uruguay a través de las marcas de Agua Mineral Nativa y Bebidas Gaseosas Nix. Además distribuye Heineken y Schneider en cervezas traídas desde las operaciones en Argentina.

2.4 Colombia: En el año 2014, CCU ingresó a Colombia a través de una operación en conjunto con Postobón. El objetivo de esta asociación es dinamizar y desarrollar el mercado de cerveza a través de la elaboración, comercialización y distribución de cervezas y bebidas no alcohólicas en base a malta. La operación considera la creación de una empresa denominada Central Cervecera de Colombia S.A.S. donde CCU y Postobón tendrán una participación de 50%, respectivamente.

### **3. Segmento de operación Vinos.**

La filial Viña San Pedro Tarapacá S.A. comercializa vinos, principalmente en el mercado de exportación, cubriendo más de 80 países. A continuación se presentan las viñas existentes para su producto vinos y espumantes.

3.1 Vinos y espumantes: CCU cuenta con su filial Grupo San Pedro Tarapacá que reúne a las viñas: San Pedro, Tarapacá, Santa Helena, Misiones de Rengo, Leyda, Altaïr, Viña Mar y Casa Rivas en Chile, además de Finca La Celia y Bodega Tamarí en Argentina. Con estas viñas CCU llega a más de 80 países en el mundo.

### **4. Otros Segmentos.**

En Otros (Soportes Corporativos y otros Negocios) se encuentran:

4.1 Unidades de Apoyo Corporativo (UAC): Compuesta por Contraloría, Administración y Finanzas, Desarrollo e Investigación de Mercado, Recursos Humanos, Asuntos Legales y Asuntos Corporativos.

4.2 Transportes CCU Ltda: Operador logístico para los productos comercializados por la Compañía.

4.3 Comercial CCU S.A: Nace con el objeto de atender a sus clientes de una manera más eficiente, a través de una fuerza de venta única que comercializa todo el portafolio de los productos.

4.4 CRECCU S.A: Unidad Estratégica de Servicio de la Compañía, especializada en servicios financieros.

4.5 Fábrica de Envases Plásticos (PLASCO S.A.): Planta productiva. Produce más de 400 millones de preformas, 200 millones de botellas y 600 millones de tapas anuales.

4.6 CCU en Bolivia: A contar de mayo de 2014, CCU S.A. participa en el negocio de bebidas con y sin alcohol. Dentro del portafolio de bebidas sin alcohol, cuenta con las marcas Mendocina, Free cola, Sinalco y Real. Dentro de estas marcas se incluyen propias y licenciadas. Por otro lado, las marcas de bebidas con alcohol son Real y Capital.

4.7 Foods Compañía de Alimentos CCU: Participa del negocio de los siguientes productos alimenticios: Cereales, bajo la marca Natur; productos horneados, bajo la marca Nutra Bien; y confites, con Calaf y sus marcas Suny, Malva Choc, Duetto, Ricolate, Inkat, Cremolate y Safari. Además tiene alianzas estratégicas con Fini y Bauducco.

Para ver la Ficha resumen de la Compañía referirse al **Anexo 1**.

#### IV DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA

En la industria cervecera, existe una tendencia mundial a la consolidación. Las tres compañías más grandes a nivel mundial, ABInbev, SAB Miller y Heineken dominan el 37% del volumen total de cervezas. ABInBev, es la mayor cervecera a nivel mundial con una participación global en torno a 18,3%. Por su parte, SAB Miller es la segunda mayor cervecera a nivel mundial, con una participación global de 9,7%. Finalmente, Heineken, la tercera a nivel mundial, con un 8,7% de participación global.

En el segmento de bebidas no alcohólicas los mayores actores en el territorio chileno son Compañía de Cervecerías Unidas S.A. y Andina., donde Andina ocupa el primer lugar en Chile, seguido por CCU, quien ocupa el segundo lugar en este segmento.

A continuación se presenta un resumen con los principales participantes a nivel latinoamericano y a nivel Internacional.

Participantes de la industria a nivel nacional e internacional:

<b>Embotelladoras Latinoamérica</b>	<b>Embotelladoras resto del mundo</b>
Coca-Cola Andina	Anheuser-Busch InBev
CCU	SABMiller
Embonor	Heineken
Concha y Toro	Carlsberg
Coca-Cola Femsa	The Coca-Cola Company
Arca Continental	Coca-Cola Hellenic
AmBev	Coca-Cola Amatil
Modelo	Coca-Cola Icececk

Fuente: Bloomberg

Para revisar las fichas de las 3 compañías comparables con CCU referirse al **Anexo 2**.

## V DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

La Compañía se financia principalmente con la emisión de bonos. A continuación se presenta un resumen de las principales características de los bonos emitidos por Compañía de Cervecerías Unidas S.A:

Resumen características Bono Serie A:

	<b>Observaciones</b>
Bono	Serie A
Nemotécnico	BSPED-A
Fecha de Emisión	15 de julio de 2005
Valor Nominal (VN o D)	1.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15 de julio de 2025
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón ( $k_d$ )	3,8%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	40
Tabla de Pagos	Ver Excel
Periodo de Gracia	Sin período de gracia.
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de pasivos y financiamiento de inversión.
Clasificación de Riesgo	Feller Rate: AA; ICR: A+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	3,7% (ver <b>Anexo 3</b> para verificar el cálculo)
Precio de venta el día de la emisión.	El valor del bono el día de la emisión fue de 1.512.979
Valor de Mercado	El bono se transó sobre la par en un 101%

Resumen características Bono Serie E:

	<b>Observaciones</b>
Bono	Serie E
Nemotécnico	BCERV-E
Fecha de Emisión	01 de diciembre de 2004
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01 de diciembre de 2024
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón ( $k_d$ )	4,00%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	40
Tabla de Pagos	Ver Excel
Periodo de Gracia	Sin período de gracia.
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de pasivos.
Clasificación de Riesgo	ICR: AA+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	4,3% (ver <b>Anexo 4</b> para verificar el cálculo)
Precio de venta el día de la emisión.	El valor del bono el día de la emisión fue de 1.948.000
Valor de Mercado	El bono se transó bajo la par en 97%.

Resumen características Bono Serie H:

	<b>Observaciones</b>
Bono	Serie H
Nemotécnico	BCERV-H
Fecha de Emisión	15 de marzo de 2009
Valor Nominal (VN o D)	5.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15 de marzo de 2030
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón ( $k_d$ )	4,25%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	40
Tabla de Pagos	Ver Excel
Periodo de Gracia	10 años
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de pasivos.
Clasificación de Riesgo	ICR: AA+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	4,3% (ver <b>Anexo 5</b> para verificar el cálculo)
Precio de venta el día de la emisión.	El valor del bono el día de la emisión fue de 1.992.527
Valor de Mercado	El bono se transó bajo la par en 99,85%.

Resumen características Bono Serie I:

	<b>Observaciones</b>
Bono	Serie I
Nemotécnico	BCERV-I
Fecha de Emisión	15 de marzo de 2009
Valor Nominal (VN o D)	3.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15 de marzo de 2014
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	3,00%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	40
Tabla de Pagos	Ver Excel
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracia
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de pasivos.
Clasificación de Riesgo	ICR: AA+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ )	3,14% (ver <b>Anexo 6</b> para verificar el cálculo)
Precio de venta el día de la emisión.	El valor del bono el día de la emisión fue de 2.980.328
Valor de Mercado	El bono se transó bajo la par en 99,34%.

Con fecha 21 de julio de 2011 se realizó un prepago parcial para el rescate anticipado de 750 bonos (de los 1.500 emitidos), equivalentes a UF 513.750, de la Serie A.

Con fecha 17 de marzo de 2014, se procedió a realizar el pago de la totalidad del Bono Serie I correspondientes a UF 3 millones más intereses.

## VI ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para estimar la estructura de capital de Compañía Cervecerías Unidas S.A., debemos calcular primero la deuda financiera que mantiene la empresa entre los años 2010-2013 y al 30 de septiembre de 2014, además del patrimonio económico a las mismas fechas, para obtener, finalmente, la estructura de capital objetivo.

### A. Cálculo de la deuda financiera.

La deuda financiera de la compañía se extrajo de los estados financieros correspondientes y se encuentra representado en ellos por las siguientes cuentas: “Otros pasivos financieros corrientes” y “Otros pasivos financieros no corrientes”. El detalle por año se encuentra a continuación:

Deuda Financiera CCU 2010-2014:

Deuda Financiera	2010 UF	2011 UF	2012 UF	2013 UF	2014 UF
Otros pasivos financieros corrientes	597.601	3.413.697	2.402.472	5.169.046	2.979.472
Otros pasivos financieros no corrientes	10.260.523	7.668.216	9.155.686	6.124.656	5.643.290
Deuda Financiera Total	10.858.124	11.081.913	11.558.158	11.293.702	8.622.762

### B. Patrimonio económico.

El patrimonio económico de CCU, se calculó a partir del número de acciones vigentes y el precio de mercado de la acción se detalla cómo sigue:

Patrimonio económico CCU 2010-2014:

Patrimonio Económico	2010 UF	2011 UF	2012 UF	2013 UF	2014 UF
Nº total de acciones suscritas y pagadas*	318.503	318.503	318.503	318.503	318.503
Precio de la acción**	5.723	6.799	7.538	6.295	6.585
Valor UF	21.455	22.294	22.840	23.309	24.168
Patrimonio Económico (UF)	84.950.725	97.139.388	105.110.863	89.607.929	100.677.524

(\*)Dato extraído desde los estados financieros de la Compañía para cada año.

(\*\*)Dato extraído desde la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile.

### C. Estructura de capital objetivo.

A partir de los resultados obtenidos en a) y b), se pudo obtener el valor de los activos (Valor de la empresa), a través de la ecuación contable. La que se detalla a continuación:

Valor de los activos CCU 2010-2014:

Valor de los Activos	2010 UF	2011 UF	2012 UF	2013 UF	2014 UF
Deuda Financiera Total	10.858.124	11.081.913	11.558.158	11.293.702	8.622.762
Patrimonio Económico	84.950.725	97.139.388	105.110.863	89.607.929	100.677.524
<b>Total Valor de los Activos</b>	<b>95.808.849</b>	<b>108.221.301</b>	<b>116.669.021</b>	<b>100.901.631</b>	<b>109.300.286</b>

A partir de los datos de los activos, deuda financiera y patrimonio económico, se calculó la estructura de capital para cada uno de los años involucrados en el análisis. Para obtener la estructura de capital objetivo, se obtuvo el promedio<sup>6</sup> de los ratios calculados para cada año, como se detalla en el recuadro más abajo:

Estructura de capital CCU 2010-2014 y Estructura objetivo:

Estructura de Capital	2010	2011	2012	2013	30-09-2014	Objetivo
B/V	11%	10%	9%	11%	8%	10%
P/V	89%	90%	91%	89%	92%	90%
B/P	13%	11%	10%	13%	9%	11%

Donde,

B: Deuda Financiera.

V: Valor de los Activos.

P: Patrimonio Económico

Por lo tanto, se utilizarán los ratios obtenidos en la columna "Objetivo" para realizar todos aquellos cálculos necesarios para estimar el costo patrimonial de la empresa y el costo de la deuda.

---

<sup>6</sup> Utilizamos el promedio simple de los datos, ya que tenemos datos considerables y de condiciones similares, sin que estos se desvíen de la tendencia observada durante los años estudiados. La media móvil y mediana la utilizaríamos si esperáramos condiciones distintas entre los años, tuviéramos menos datos o datos aislados.

## VII ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL

### A. Estimación del costo patrimonial de la empresa

Para realizar esta estimación se deben utilizar los teoremas de Modigliani & Miller con impuestos a las corporaciones, en el que el costo patrimonial de la empresa se calcula de la siguiente manera:

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

Para esto se utilizarán los siguientes supuestos:

- Tasa libre de riesgo de 1,91% (BTU-30 al 10 de septiembre de 2014).
- Premio por riesgo de mercado de 5,93%.
- Tasa de impuesto a las corporaciones de 25%, desde el año 2015 en adelante. Para los años anteriores se considera un 20% como tasa de impuestos.
- Todas las cifras a septiembre 2014.

Por lo tanto, se procederá a calcular  $\beta_p^{C/D}$ . Con este objetivo se estimarán todos aquellos ítems de la siguiente fórmula derivada del Teorema de Modigliani y Miller:

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

Se realizará entonces los siguientes cálculos: beta patrimonial de la acción CCU, Costo de la Deuda ( $k_b$ ), Beta de la Deuda ( $\beta_d$ ), Beta de la Acción ( $\beta_p^{C/D}$ ), Beta Patrimonial Sin Deuda ( $\beta_p^{S/D}$ ), Beta Patrimonial Con deuda ( $\beta_p^{C/D}$ ) y, finalmente, el Costo patrimonial ( $k_p$ ).

## 1. Estimación del beta patrimonial de la acción (CCU)

Se determinará el beta patrimonial de la acción de la compañía, mediante el modelo de mercado:

$$(R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon)$$

Para realizarlo, se extrajo desde el terminal Bloomberg los precios de la acción de Compañía de Cervecerías Unidas S.A. y del índice IGPA, ajustada por dividendos y aumentos de capital, realizada en la empresa. Además, se obtuvieron las presencias bursátiles al 30 de septiembre de cada año para corroborar que la significancia (P-Value) y el volumen de las transacciones arrojen un beta que se pueda utilizar para los cálculos posteriores. A partir de esto se obtuvieron los siguientes resultados:

Estimación del beta de la acción, significancia y presencia bursátil 2010-2014:

Ítem	2010	2011	2012	2013	30-09-2014
Beta de la acción	1,004642	1,038252	0,799368	0,778469	0,928238
P-Value (Significancia)	0,000000	0,000000	0,000001	0,000061	0,000001
Presencia Bursátil	100%	100%	100%	100%	100%

En el **Anexo 7** se pueden observar los resultados de las estimaciones de los betas para cada año.

A partir de este cuadro, se observa que el beta de la acción se mantuvo en torno a 1 los años 2010 y 2011. Sin embargo, los años 2012 y 2013, muestran una caída importante, volviendo a oscilar en torno a 1 el 30 de septiembre 2014.

Con estos resultados se puede concluir que el beta a utilizar para los cálculos es aquel obtenido a partir de la regresión de 104 datos a contar del 30 de septiembre de 2014 y que, por tanto, dará el beta de la acción del año en cuestión. Luego se utilizará este dato, ya que es significativo al 95% de confianza y porque, además, la acción tuvo una presencia bursátil del 100% teniendo un alto volumen de transacción.

## 2. Costo de la Deuda ( $k_b$ )

El costo de la deuda utilizado corresponde a la última YTM registrada a septiembre del año 2014, del bono de más largo plazo mantenido por CCU, es decir, el Bono Serie H (emitido el 23 de marzo de 2009, colocación nacional, con fecha de vencimiento marzo de 2030), el cual tiene un rendimiento de 3,85%. (Referirse a la sección “Descripción del financiamiento de la empresa”).

## 3. Beta de la Deuda ( $\beta_d$ )

Dado los supuestos anteriores, el siguiente paso consistirá en estimar el beta de la deuda, para lo cual se trabajó con el costo de la deuda determinado anteriormente correspondiente a la YTM del Bono de Serie H e igual a 3,85%. Luego utilizando la fórmula del CAPM se determinó el beta de la deuda, obteniendo como resultado 0,3272.

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

$$k_b = r_f + [PRM]\beta_b$$

$$3,85 = 1,91 + [5,93]\beta_b$$

$$\beta_b = 0,3272$$

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

Como se mencionó anteriormente el beta de la acción con deuda ( $\beta_p^{C/D}$ ) que se usará para realizar los cálculos posteriores, es aquel obtenido mediante regresión de 104 datos correspondientes al beta del 30 de septiembre de 2014.

Beta de la acción con deuda CCU 2014

Ítem	2014
Beta de la acción	0,928238
P-value (significancia)	0,000001
Presencia bursátil	100%

$$\beta^{C/D} = 0,9282$$

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

Luego de registrar el beta de la acción, se necesita des-apalancarlo con la estructura de capital de la compañía determinado a septiembre del año 2014, como se indica a continuación (referirse a la sección “Estimación de la estructura de Capital de la Empresa”).

$$\frac{B}{P} = 0,09$$

Como se puede apreciar  $\beta_d > 0$  y por lo tanto  $k_b > r_f$ , lo que implica que la deuda es riesgosa y que en algún estado de la naturaleza no es posible pagar la deuda que mantiene CCU. Por lo tanto, se utilizará la fórmula de RUBINSTEIN (1973) para estimar el beta patrimonial sin deuda de CCU, utilizando la estructura impositiva que se encontraba vigente para el año 2014 (20%), de la siguiente forma:

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

$$0,9282 = \beta_p^{S/D} [1 + (1 - 0,20) \times 0,09] - (1 - 0,20) 0,3272 \times 0,09$$

$$0,9282 = \beta_p^{S/D} \times 1,072 - 0,02356$$

$$0,8897 = \beta_p^{S/D}$$

El beta patrimonial sin deuda obtenido fue de 0,8897

## 6. Beta Patrimonial con deuda ( $\beta_p^{C/D}$ )

Lo anterior permitirá apalancar el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo de la empresa estimada previamente (referirse a la sección “Estimación de la estructura de Capital de la Empresa”), como el promedio de las estructuras de capital de los años 2010-2014:

Estructura de capital objetivo:

Estructura de capital	Objetivo*
$B/V$	10%
$P/V$	90%
$B/P$	11%

Para el cálculo de este beta se utilizará la estructura impositiva correspondiente a la proyectada por la reforma tributaria (25%). Dado lo anterior el beta patrimonial con deuda, considerando la estructura de capital objetivo de la compañía, es:

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,8897[1 + (1 - 0,25) \times 0,11] - (1 - 0,25) \times 0,3272 \times 0,11$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,9372$$

El beta patrimonial con deuda obtenido fue de 0,9372.

## 7. Costo Patrimonial ( $k_p$ )

Utilizando CAPM y empleando el beta patrimonial con deuda calculado de acuerdo a la estructura de capital objetivo de la compañía, se estimó el costo patrimonial.

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

$$k_p = r_f + [PRM]\beta_p^{C/D}$$

$$k_p = 1,91\% + [5,93\%] \times 0,9372$$

$$k_p = 7,4676\%$$

## B. Estimación del Costo de Capital ( $k_0$ )

Dado lo anterior se procedió a estimar el costo de capital de la compañía, a partir de los datos de estructura de capital obtenidos en la sección “Estimación de la Estructura de capital de la empresa” y de los cálculos de  $k_p$  y  $k_b$ , realizados en la “Estimación del costo patrimonial”. A continuación se detallan los cálculos realizados:

$$k_0 = k_p \frac{P}{V} + k_b(1 - t_c) \frac{B}{V}$$

$$k_0 = 0,074676 \times 0,9 + 0,0385(1 - 0,25) \times 0,1$$

$$k_0 = 7,01\%$$

## **VIII ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA**

### **A Análisis de Crecimiento.**

Para realizar un análisis de crecimiento de la empresa, primero se realizará una estimación de las tasas de crecimiento reales de las ventas de la empresa, posteriormente, se calcularán las tasas de crecimiento reales de la industria para los años 2010-2014 y un análisis de las perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2014 al 2018.

#### **1. Tasas de crecimiento reales de las ventas de la empresa.**

Las tasas de crecimiento se calcularán a partir de los ingresos operacionales de cada uno de los segmentos de negocio que ha definido la compañía. Cabe destacar que a partir del año 2014, la compañía CCU cambió la estructura de sus segmentos definiéndose 3 líneas de negocios, por lo tanto, para hacer comparables los estados financieros al 30 de septiembre de 2014, los estados financieros de los años 2010 al 2013 fueron reclasificados según la nueva segmentación.

Los nuevos segmentos utilizados son los siguientes:

- Chile: Incluye Cervezas Chile, Bebidas sin alcohol y Licores.
- Río de la Plata: Incluye CCU Argentina, Uruguay, y desde diciembre 2013, Paraguay.
- Vinos: Incluye Domésticos, Exportación desde Chile y Argentina.
- Otros: Considera los gastos e ingresos corporativos y las eliminaciones de las transacciones realizadas entre segmentos generales no asignados y el resultado de la subsidiaria de logística.

La siguiente tabla muestra las tasas de crecimiento reales de las ventas en cada uno de los segmentos.

Tasas de crecimientos de los segmentos operacionales 2011-2014:

Ingresos	30-12-2011	30-12-2012	30-12-2013	*30-09-2014	Promedio
Consolidados	11,31%	8,29%	9,06%	4,59%	8,31%
Chile	6,27%	7,82%	10,83%	6,54%	7,86%
Río de la Plata	21,98%	25,01%	9,03%	-0,04%	14,00%
Vinos	0,64%	5,51%	-0,24%	9,04%	3,74%
Otros	490,12%	-120,05%	38,28%	-628,19%	-54,96%

(\* )Tasa de crecimiento a septiembre de 2014 fue calculada en base a septiembre de 2013

Se observa que los ingresos por venta consolidados han aumentado cada año, obteniéndose una tasa de crecimiento real promedio de 8,31% para la compañía, desde el ejercicio terminado en diciembre de 2010 al terminado el 30 de septiembre de 2014.

Cabe señalar que para los períodos terminados en diciembre 2010, 2011, 2012 y 2013 el ítem otros corresponde a:

- UES: Unidades Estratégicas de Servicio: Transporte CCU Limitada, Comercial CCU S.A y Fábrica de Envases Plásticos S.A.
- UAC: Unidades de Apoyo Corporativo alocadas en la matriz.

La participación de cada de uno de los negocios operativos en los ingresos de la compañía se muestra a continuación:

Participación de los segmentos en los ingresos totales 2010-2014:

Segmentos	2010	2011	2012	2013	30-09-2014
Cervezas Chile	34%	32%	30%	29%	*66%
Cervezas Argentina	19%	20%	24%	24%	21%
Bebidas sin alcohol	27%	26%	27%	29%	
Vinos	16%	14%	14%	13%	14%
Licores	5%	5%	6%	6%	
Otros	-1%	2%	0%	0%	-1%

(\*)Incorpora: Cervezas Chile, bebidas sin alcohol y licores.

Se destaca , además, que al 30 de septiembre del año 2014 los ingresos provenientes de los negocios Chile, Rio de la Plata y Vinos representan un 66%, 21% y 14%, respectivamente, lo cual corresponde a la participación promedio que ha mantenido cada uno de los segmentos durante los últimos 4 años en los ingresos de CCU.

## 2. Cálculo de las tasas de crecimiento reales de la industria

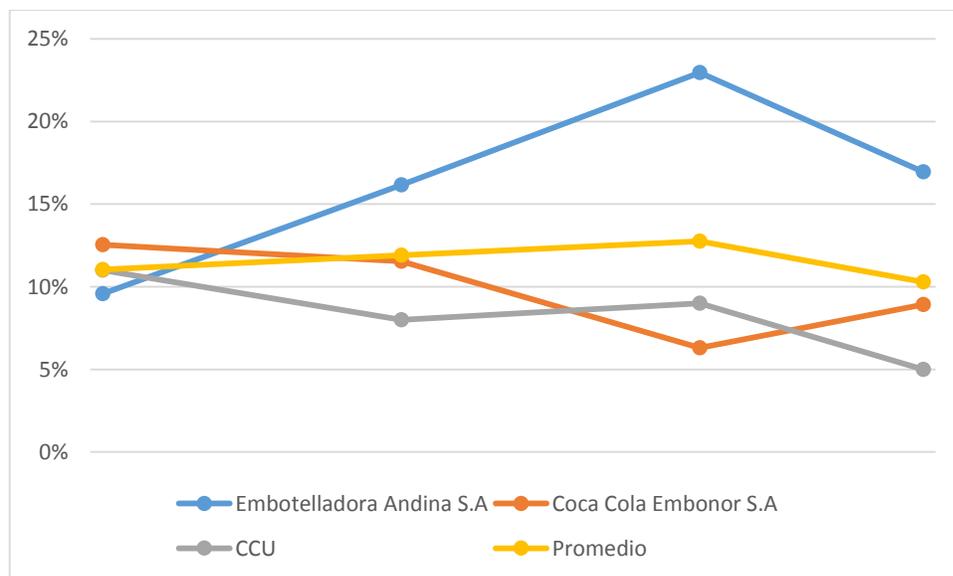
Para determinar el crecimiento real de la industria, se consideró como empresas de referencia a Embonar S.A y Embotelladora Andina S.A como se muestra a continuación.

Crecimiento de los ingresos de las compañías nacionales 2011-2014:

Empresa	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	30-09-2014	Promedio
Embotelladora Andina S.A	10%	16%	23%	17%	16%
Coca Cola Embonor S.A	13%	12%	6%	9%	10%
CCU	11%	8%	9%	4%	8%
<b>Promedio anual de la Industria</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>

(\*) Tasa de crecimiento a septiembre de 2014 calculada en base a septiembre de 2013

Evolución de las ventas de las 3 empresas nacionales relevantes 2010-2014:



Con la información anterior se obtuvo que el crecimiento promedio de la industria en términos reales es de un 12 %. Al observar el crecimiento que ha experimentado CCU se tiene que, está por debajo del crecimiento de la industria, por lo tanto, aún le queda espacio para seguir creciendo, a través de planes de expansión de capacidad y nuevas plantas o mercados.

### 3. Análisis de las perspectivas de crecimiento de la industria.

Hay muchos factores que afectan la industria alimenticia y de las bebidas, tanto en nuestro país como en el resto de Latinoamérica. Algunos de ellos y, los más significativos, tienen que ver con el aspecto tributario y factores macroeconómicos.

Actualmente, en Chile, para la industria alimenticia y de las bebidas, tanto alcohólicas como sin alcohol se están experimentando, fuertes reformas tributarias que tendrían como objetivo penalizar el consumo de alcohol y el consumo de azúcar por parte de la población chilena y otras partes del mundo (tales como Brasil y Paraguay). En Chile a partir del 1 de octubre de 2014 comenzaron a regir los nuevos impuestos, quedando la estructura tributaria de la siguiente forma:

Estructura impositiva de los bebestibles en Chile:

Chile	Impuesto Actual	Impuesto con reforma
Bebidas gaseosas	13,0%	18,0%
Cerveza	15,0%	20,5%
Vino	15,0%	24,5%
Pisco	27,0%	35,5%
Whisky	27,0%	38,0%
Otros alcoholes	27,0%	38,0%

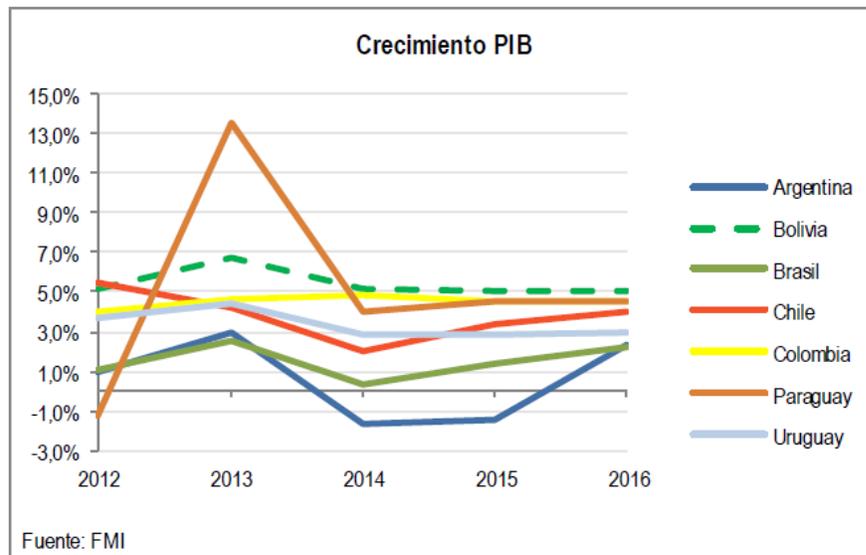
Estos números podrían, eventualmente significar una disminución de la demanda de los productos señalados, puesto que el costo de adquisición se encarecerá para el consumidor a partir de los próximos años. Sin embargo, la demanda de las bebidas gaseosas es inelástica y aunque el de las bebidas alcohólicas no lo es, el mix de productos que ofrece la industria, permitirá que el consumo se mantenga más o menos estable en términos relativos.

Sin embargo existen otras variables que pueden sopesar esta posible expectativa de disminución del consumo. Estas variables son las variables macroeconómicas, tales como el PIB per cápita. Por lo que para poder obtener las perspectivas de crecimiento de esta industria se necesita proyectar lo que ocurrirá con éste en los próximos años.

El análisis que se debe hacer en este punto, tiene relación en que un mayor crecimiento, otorga una mayor demanda interna y, por tanto, un mayor consumo. En Latinoamérica los bajos ingresos per cápita en relación a Estados Unidos y Europa, junto con las perspectivas de crecimiento, otorgan una buena perspectiva a la industria de las bebidas, puesto que un mayor ingreso disponible daría lugar a un mayor consumo.

Según las proyecciones del FMI, se espera una modesta recuperación para la región en 2015 con un crecimiento de 1,6%. Las proyecciones posicionan a Colombia, Perú, Bolivia y Paraguay como propulsores del crecimiento en la región, con un aumento de su PIB de 4,5%, 5,1%, 5% y 4,5% respectivamente. Por otra parte, las perspectivas económicas para Brasil son de un débil crecimiento de 1,4%, mientras que Argentina y Venezuela continuarán en recesión. Se espera un debilitamiento del consumo durante el 2015 en la región, con perspectivas de recuperación para el 2016.

### Crecimiento del PIB países latinoamericanos 2012-2016



Las estimaciones de LatinFocus a raíz de lo proyectado por el FMI, sugieren que el consumo crecerá en Latinoamérica cerca del 2,1% el 2015 y un 3% aproximadamente los años posteriores a este.

Por otro lado, el precio de las materias primas y los tipos de cambio influyen en el Ebitda de las compañías de esta industria, donde los costos representan un 40% de los ingresos aproximadamente, sin embargo, estos podrían verse impactados de manera positiva o negativamente, dependiendo el movimiento que experimenten estas variables.

Se espera que el precio del azúcar se mantenga relativamente estable durante los próximos años, ya que el alza esperada, como consecuencia de problemas en las zonas de cultivos, se produjo durante el año 2014. En cuanto al precio del petróleo se espera que este se recupere a largo plazo, manteniéndose en niveles mayores que los actuales, mientras que el precio del aluminio tendería al alza hasta la recuperación del petróleo. La cebada, por su parte, mantendrá sus precios bajos producto de los altos inventarios que existen en el mundo. Por lo que los precios de las materias primas se verían empujados fuertemente por el precio del petróleo, afectados por el tipo de cambio.

## IX PROYECCIÓN DE EERR.

Para realizar la proyección de los estados de resultados, primero se realizará un análisis de costos de operación de la empresa, seguido de un análisis de las cuentas no operacionales y un análisis de los activos de la compañía.

### A. Análisis de Costos de Operación.

Los costos de operación de la empresa CCU consisten en 4 grupos los cuales se analizan a continuación:

#### 1. Costos de ventas y depreciación como porcentaje de los ingresos.

Los costos de venta incluyen el costo de producción de los productos vendidos y otros costos en que la empresa incurre para transportar las existencias a las distintas dependencias de la compañía y para acondicionarla para la venta. Estos costos incluyen, entre otros, los costos de materias primas, costo de envasado, costos de la mano de obra del personal de producción, la depreciación de los activos relacionados a la producción, la depreciación de los envases retornables, los pagos por licencias, los costos operativos y de mantenimiento de plantas y equipos..

Costo de ventas, depreciación y amortización 2010-2014:

Estado de Resultado	2010	2011	2012	2013	30-09-2014	Promedio
Costo de ventas	46%	46%	46%	45%	47%	46%
Depreciación y amortización	5%	5%	5%	5%	6%	5%

El costo de ventas como porcentaje de los ingresos se ha mantenido relativamente constante en torno al promedio de los últimos 4 años de análisis. Dado lo anterior, se puede considerar que el costo de venta varía en el mismo sentido que los ingresos. En cuanto a la depreciación del ejercicio, ésta se mantuvo entre un 5% y un 6%, como porcentaje de los ingresos, aproximadamente.

A continuación se presenta el costo de venta de cada uno de los segmentos, respecto a los ingresos por ventas, como referencia de composición del rubro:

Costo de ventas de los segmentos operacionales 2010-2014:

Segmento	2010	2011	2012	2013	30-09-2013	30-09-2014	Promedio
Costo venta Consolidado	46%	46%	46%	45%	46%	47%	46%
Chile	29%	28%	28%	28%	29%	30%	29%
Río de la Plata	7%	8%	9%	9%	9%	9%	8%
Vinos	9%	9%	8%	7%	7%	7%	8%
Otros	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

## 2. Costo de distribución.

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

Costos de distribución como porcentaje de las ventas 2010-2014:

Estado de Resultado	2010	2011	2012	2013	30-09-2014	Promedio
Ingresos por venta	100%	100%	100%	100%	100%	
Costos de distribución	15%	15%	17%	19%	19%	17%

Los costos de distribución como porcentaje de las ventas han variado en un rango de 15% y un 19%, lo que muestra que corresponde a un costo variable (varía con los ingresos).

## 3. Gastos de administración.

Los gastos de administración comprenden las remuneraciones y compensaciones del personal de las unidades de apoyo, las depreciaciones de oficinas, equipos, instalaciones y muebles utilizados en estas funciones, las amortizaciones de activos no corrientes y otros gastos generales y de administración.

Gastos de administración como porcentaje de las ventas 2010-2014:

Estado de Resultado	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Ingresos por venta	100%	100%	100%	100%	100%	
Gastos de administración	8%	8%	8%	8%	9%	8%

Los gastos de administración en función de los ingresos han variado en un rango de 8% a 9%, lo que nos indica que corresponden a gastos variables.

#### **4. Otros gastos por función.**

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

Otros gastos por función como porcentaje de las ventas 2010-2014:

Estado de Resultado	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Ingresos por venta	100%	100%	100%	100%	100%	
Otros gastos, por función	13%	13%	13%	14%	15%	13%

Otros gastos por función han variado en un rango de 13% a 15%, lo que implica que es un costo variable en función de los ingresos.

## **B. Análisis de Cuentas no operacionales**

A continuación se identificará si alguna de las cuentas no operacionales (que no pertenecen al negocio principal) en el estado de resultados de empresas CCU, son de carácter recurrente para los años 2010 a Septiembre de 2014.

### **1. Ingresos financieros.**

Los ingresos financieros de la compañía, corresponden a la variación a valor razonable que va a resultados de aquellos activos que no tienen valor de mercado y que varían de acuerdo al tipo de cambio: Efectivo y efectivo equivalente, cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar, cuentas por cobrar a empresas relacionadas e instrumentos financieros.

Los instrumentos financieros son los que generan mayores ingresos financieros. En la compañía estos están compuestos por:

- Contratos Cross Currency Interest rate swaps USD/USD.
- Contratos Cross Currency Interest rate swaps UF/CLP
- Contratos Cross Currency Interest rate swaps USD/EURO
- Forward USD
- Forward EURO
- Forward CAD
- Forward GBP

A continuación se muestra la variación porcentual de estos ingresos en relación a las ventas de la compañía.

Ingresos financieros como variación porcentual de las ventas de 2010-2014:

Estado de Resultado	2010	2011	2012	2013	30-09-2014	Dic 2014*
Ingresos financieros	110.968	317.432	336.796	354.111	477.191	586.996
Variación %		186%	6%	5%	234%	66%

\*Estimado

Los ingresos mencionados anteriormente son recurrentes ya que a lo largo de los periodos analizados se observa que existe periodicidad en las inversiones que mantiene la empresa.

## **2. Costos financieros.**

Estos costos consisten en lo siguiente: Préstamos bancarios (obligaciones con bancos), obligaciones con el público (bonos tomados a otras compañías o gubernamentales), obligaciones por arrendamientos financieros (leasing de maquinarias), depósitos recibidos en garantía de envases y contenedores (garantías en los locales de distribución), instrumentos financieros derivados y pasivos de cobertura (aquellos a los que se referenció en ingresos financieros, estos generan un activo y un pasivo por el que se reconoce ingreso y costo financiero. Además de aquellos flujos reconocidos a valor

razonable que va a resultado por las cuentas de pasivo que se encuentran en moneda extranjera, como cuentas por pagar comerciales y otros documentos por pagar y cuentas por pagar empresas relacionadas.

Se observa entonces, la variación porcentual de esta cuenta en relación a las ventas de la compañía:

Costos financieros como variación porcentual de las ventas 2010-2014:

Estado de Resultado	2010	2011	2012	2013	30-09-2014	Dic 2014*
Costos financieros	497.241	646.402	746.686	1.033.234	702.157	1.252.498
Variación		30%	16%	38%	1%	21%

\*Estimado

Los costos mencionados anteriormente son recurrentes ya que a lo largo de los periodos de estudio se observa que existe periodicidad en las cuentas analizadas.

### **3. Participación en utilidad (pérdida) de negocios conjuntos y asociados contabilizados por el método de la participación.**

En este rubro se contabiliza el resultado de los negocios conjuntos y asociados que mantiene la compañía. Compañía de Cervecerías Unidas S.A mantiene inversiones en Cervecería Austral (100%), Foods Compañía de Alimentos CCU S.A (100%) y Bebidas Bolivianas (34%).

En relación a las inversiones contabilizadas bajo el método de participación, cabe mencionar lo siguiente:

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

- Foods Compañía de Alimentos CCU S.A: Sociedad anónima cerrada, dedicada a la producción y comercialización de productos alimenticios, tales como galletas y otros productos horneados, caramelos, calugas y cereales, entre otros.
- Bebidas Bolivianas S.A.: Con fecha 7 de mayo 2014, la Compañía adquirió el 34% de los derechos accionarios de Bebidas Bolivianas S.A., sociedad anónima cerrada de origen boliviano que produce gaseosas y cervezas en tres plantas ubicadas en las ciudades bolivianas de Santa Cruz de la Sierra y Nuestra Señora de la Paz. El monto de esta transacción fue de M\$ 13.776.885.

A continuación se muestra la variación de este rubro respecto a las ventas de la compañía en los años en cuestión:

Participación en utilidades como porcentaje de las ventas 2010-2014:

Estado de Resultado	2010	2011	2012	2013	30-09-2014	Dic 2014*	Promedio
Participación en utilidad (pérdida)	45.029	47.964	(7.754)	13.246	(41.876)	(4.645)	23.460
Variación		7%	-116%	271%	-701%	-135%	

(\*)estimado.

La cuenta participación en utilidad (pérdida) es considerada recurrente en el ejercicio de la compañía, por lo tanto, se considerará su promedio para las proyecciones.

#### **4. Diferencias de cambio y resultado por unidades de reajuste.**

En esta cuenta se expresan todas las diferencias de cambio producidas por las cuentas en monedas extranjeras y que aún se mantienen en la compañía (activos y pasivos). Además de las diferencias de cambio producidas por las exportaciones e importaciones de productos (inventario). Adicionalmente se contabiliza el reajuste por cuentas mantenidas en UF (Bonos).

A continuación se presenta el comportamiento de los mencionados ítems a través del periodo analizado en UF.

Diferencias de cambio y resultado por unidades de reajuste 2010-2014:

Estado de Resultado	2010	2011	2012	2013	30-09-2014	Dic 2014*	Promedio
Diferencias de cambio	(65.284)	(48.381)	(43.906)	(184.136)	(65.129)	(81.367)	(132.751)
Resultado por unidades de reajuste	(236.756)	(302.071)	(221.438)	(77.297)	(116.509)	(190.814)	(134.056)

(\*) Estimado como el promedio de los últimos dos años.

Se proyectarán las mencionadas cuentas como un promedio de los 2 últimos años ya que utilizar más datos históricos no sería representativo, debido a que los tipos de cambio históricos presentan una alta variabilidad.

### **C. Análisis de Activos.**

Para realizar el análisis de los activos de la empresa se procedió a clasificarlos como operacionales y no operacionales a septiembre de 2014.

#### **1. Activos operacionales.**

- Efectivo y equivalente al efectivo.
- Otros activos financieros corrientes.
- Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar.
- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes y no corrientes.
- Inventarios.
- Otros activos financieros no corrientes.
- Propiedades, plantas y equipos.
- Activos biológicos no corrientes.

## **2. Activos no operacionales.**

- Activos no corrientes mantenidos para la venta.
- Otros activos no financieros corrientes y no corrientes.
- Plusvalía.
- Activos por impuestos corrientes.
- Activos por impuestos diferidos.
- Inversiones contabilizadas por el método de la participación.
- Propiedades de inversión.
- Activos intangibles distintos de la plusvalía.

Para continuar con el análisis se detallará cada uno de los activos no operacionales que mantiene la compañía al 30 de septiembre de 2014.

### **2.1 Activos no corrientes mantenidos para la venta.**

Durante el último trimestre del año 2009, el directorio de la subsidiaria Bodega Tamarí S.A. autorizó el proceso de venta del activo fijo que incluye la bodega con instalaciones para elaboración y almacenamiento de vinos como también las hectáreas que la rodean y la casa de huéspedes.

### **2.2 Otros activos no financieros corrientes y no corrientes.**

En esta cuenta se incluyen los siguientes ítems: Seguros anticipados, publicidad, anticipos a proveedores, garantías pagadas, materiales por consumir, dividendos por cobrar, impuestos por recuperar y derechos de acciones.

Este último corresponde a la adquisición que hizo la compañía a las sociedades paraguayas Bebidas del Paraguay S.A y Distribuidora del Paraguay S.A. del 50,005% y 49,959% de sus derechos accionarios respectivamente.

### **2.3 Plusvalía.**

La plusvalía de inversiones adquiridas en combinaciones de negocios son asignadas a la fecha de adquisición a las unidades generadoras de efectivo (UGE) que se espera se beneficien de las sinergias de la combinación de negocios.

La plusvalía de inversión asignada a las UGEs es sometida a pruebas de deterioro anualmente, o con mayor frecuencia, si existen indicadores que alguna de las UGEs pueda estar deteriorada. El valor recuperable de cada UGE es determinado como el mayor entre su valor en uso o valor razonable menos los costos de venta.

### **2.4 Activos por impuestos corrientes.**

En este rubro se encuentran los siguientes: Impuestos por recuperar años anteriores, impuestos en reclamo, créditos por impuestos de subsidiarias argentinas, pagos provisionales mensuales (PPM) y los pagos provisionales de utilidades absorbidas.

### **2.5 Activos por impuestos diferidos.**

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

### **2.6 Inversiones contabilizadas por el método de la participación.**

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

## **2.7 Propiedades de inversión.**

Bajo propiedades de inversión se incluyen en Chile 19 terrenos, 2 oficinas y 1 departamento mantenidos para propósito de plusvalía, de los cuales 1 terreno, 2 oficinas y 1 departamento se encuentran arrendados, registrando un ingreso acumulado por M\$ 110.856 (M\$ 72.773 al 30 de septiembre de 2013); Por otra parte en Argentina se encuentran 3 terrenos y 2 inmuebles arrendados, registrando un ingreso acumulado por M\$ 76.073 (M\$ 89.646 al 30 de septiembre de 2013).

## **2.8 Activos intangibles distintos de la plusvalía.**

En este rubro se registran las marcas comerciales que la compañía mantiene en su poder, estas son las siguientes:

- Segmento Chile: Embotelladoras Chilenas Unidas S.A y subsidiarias, Compañía Pisquera de Chile S.A y subsidiarias y Compañía Cervecería Kunstamann S.A.
- Segmento Río de la Plata: CCU Argentina S.A y subsidiarias, Marzurel S.A, Coralina S.A y Milotur S.A.
- Segmento Vinos: Viña San Pedro Tarapacá S.A.

Con los análisis previamente realizados y los que se realizarán a continuación se tiene una base suficientemente sólida para poder proyectar el estado de resultados de Compañía Cervecerías Unidas S.A al 30 de septiembre de 2014.

#### **D. Proyección de Ingresos de Operación.**

Para proyectar los ingresos de operación, se considerarán las proyecciones realizadas para la industria, teniendo en consideración las tasas de crecimiento históricas en la compañía y la situación económica a nivel nacional e internacional.

Para el ejercicio terminado el año 2014 se utilizará el promedio histórico de las tasas de crecimiento de las ventas de la Compañía, por lo que se proyectará un 8% de crecimiento total (Enero-Dic 2014).

Para el año 2015, tal como fueron las proyecciones realizadas por el FMI, se proyectará que el consumo aumentará un 2,1% por sobre el promedio de la tasa histórica de crecimiento, teniendo en cuenta la recesión que afecta a la región y las proyecciones de recuperación, por lo menos de la industria chilena para el año 2016 y la constante recesión en Argentina, quedando por lo tanto, la tasa de crecimiento en un 10%, tasa correspondiente al crecimiento de la industria en el año 2013 y un tanto conservador para nuestra proyección, porque el crecimiento promedio de los últimos años ha sido de un 12%.

En la industria se espera que en los años futuros el consumo crezca aproximadamente un 3% en la región, por lo que se proyectará que a contar del año 2016 los ingresos crecerán un 13%. Esto teniendo en cuenta que la administración proyectó desde el año 2013 al año 2016 un CAPEX de 585,8 mil millones de CLP y 613,6 mil millones de CLP para los años 2017 al 2019. Además se espera que las importantes inversiones realizadas en los años 2013, 2014 y 2015, con el ingreso a Paraguay, Bolivia y Colombia, más las importantes inversiones destinadas a nivel nacional durante este periodo, tengan su impacto en los ingresos a contar del año 2016, quedando por tanto, la proyección de los ingresos como sigue:

Tasas de crecimiento esperadas en ventas 2014-2018:

Año	2014 e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
Tasas de crecimiento	8%	10%	13%	13%	13%

Para la perpetuidad del año 2019, se considera que los ingresos por venta son los mismos que aquellos obtenidos en la proyección del año 2018.

#### **E. Proyección de costos de operación.**

Según lo analizado como parte de la proyección de los costos de operación y considerando las proyecciones de los costos de la materia prima, se ve que existen factores que se esperan operen al alza como el petróleo o el aluminio. Sin embargo, se espera que los costos del azúcar operen a la baja y la cebada mantenga su precio, por lo que los efectos de las proyecciones podrían verse compensadas a futuro, por lo tanto se proyectará la estructura de costos como el promedio simple, quedando la proyección como sigue:

##### Proyección de los costos de venta 2014-2018:

Año	2014 e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
Costo de ventas respecto de los ingresos	46%	46%	46%	46%	46%

En cuanto a los costos de venta de la perpetuidad al año 2019, se considerarán como constantes e igual a la proyectada para el año 2018.

En cuanto a la depreciación y amortización, se proyectará el 1% por sobre el promedio histórico hasta el 2016 y el 2% para los años subsiguientes, producto del aumento de las plantas, capacidad y centros de distribución proyectados, quedando la proyección de la depreciación y amortización como sigue:

##### Proyección de la depreciación y amortización 2014-2018:

Año	2014 e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
Depreciación y Amortización	6%	6%	7%	7%	7%

Para la proyección del año 2019, se considera el monto calculado en el 2018 para este ítem, asumiéndolo constante.

Para los gastos de administración y ventas se considerará el promedio histórico del porcentaje sobre las ventas, ya que según los análisis realizados, este varía con los ingresos obtenidos: para ciertas ventas, necesita ocupar cierta proporción de recursos. Por lo que la proyección de los gastos de administración y ventas queda de la siguiente forma:

Proyección de los gastos de administración 2014-2018:

GAV/Años	2014 e	2015 e	2016e	2017e	2018e
Gastos de administración	8%	8%	8%	8%	8%

Lo mismo sucede con el ítem otros gastos, por lo tanto se proyectará utilizando el mismo criterio del promedio histórico:

Proyección de otros gastos, por función 2014-2018:

Otros gastos/Años	2014 e	2015 e	2016e	2017e	2018e
Otros gastos, por función	13%	13%	13%	13%	13%

En cuando a la proyección en perpetuidad (2019) de estos últimos ítems, esta se considerará constante a lo calculado en el 2018.

#### **F. Proyección Resultado No Operacional.**

Se determinó que existen las siguientes cuentas que componen el resultado no operacional:

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

Estas cuentas son de flujos recurrentes, pues por su naturaleza la sociedad la percibe a lo largo de todos los ejercicios examinados, por lo tanto, para proyectar se utilizará el monto proyectado a diciembre de 2014, para todos los años subsiguientes, en las dos primeras cuentas y el promedio histórico en las dos cuentas siguientes, por lo tanto, la proyección de estas cuentas queda como sigue:

Proyección de los ingresos financieros 2014-2018:

Ingresos/Años	2014 e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
Ingresos financieros	586.996	586.996	586.996	586.996	586.996

Proyección de los costos financieros 2014-2018:

Costos/Años	2014 e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
Costos financieros	1.252.498	1.252.498	1.252.498	1.252.498	1.252.498

Proyección de la participación en utilidades 2014-2018:

Estado de Resultado	2014 e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
Participación en utilidad (pérdida)	23.460	23.460	23.460	23.460	23.460

Diferencias de cambio y resultados por unidades de reajustes 2014-2018:

Estado de Resultado	2014 e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
Diferencias de cambio	(132.751)	(132.751)	(132.751)	(132.751)	(132.751)
Resultado por unidades de reajuste	(134.056)	(134.056)	(134.056)	(134.056)	(134.056)

Todos estos ítems se asumen constantes para la proyección de la perpetuidad al año 2019. Según los análisis previamente realizados y las conclusiones obtenidas, se muestra el estado de resultado proyectado.

### Proyección de los flujos en UF 2014-2019:

	2014 4T e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e
<b>Ingresos por ventas</b>	18.135.824	61.018.101	68.950.454	77.914.014	88.042.835	88.042.835
Segmento: Chile	10.937.768	39.258.003	44.361.543	50.128.544	56.645.255	56.645.255
Segmento: Río de la Plata	5.967.504	13.093.756	14.795.944	16.719.417	18.892.942	18.892.942
Segmento: Vinos	1.402.003	8.672.617	9.800.057	11.074.064	12.513.693	12.513.693
Otros	(54.321)	(6.275)	(7.090)	(8.012)	(9.054)	(9.054)

Proyección de Flujos en UF	2014 4T e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e
Ingresos por ventas	18.135.824	61.018.101	68.950.454	77.914.014	88.042.835	88.042.835
Costo de ventas	(8.357.667)	(28.119.425)	(31.774.951)	(35.905.694)	(40.573.435)	(40.573.435)
<b>Margen bruto</b>	<b>9.778.157</b>	<b>32.898.676</b>	<b>37.175.504</b>	<b>42.008.319</b>	<b>47.469.401</b>	<b>47.469.401</b>
Costos de distribución	(3.099.398)	(10.427.946)	(11.783.579)	(13.315.445)	(15.046.452)	(15.046.452)
Gastos de Administración	(1.449.387)	(4.876.474)	(5.510.415)	(6.226.769)	(7.036.249)	(7.036.249)
Otros gastos, por función	(2.408.871)	(8.104.662)	(9.158.268)	(10.348.843)	(11.694.192)	(11.694.192)
<b>Resultado Operacional</b>	<b>2.820.501</b>	<b>9.489.594</b>	<b>10.723.242</b>	<b>12.117.263</b>	<b>13.692.507</b>	<b>13.692.507</b>
Ingresos financieros	146.749	586.996	586.996	586.996	586.996	586.996
Costos financieros	(313.124)	(1.252.498)	(1.252.498)	(1.252.498)	(1.252.498)	(1.252.498)
Participación en utilidad (pérdida)	23.460	23.460	23.460	23.460	23.460	23.460
Diferencias de cambio	(33.188)	(132.751)	(132.751)	(132.751)	(132.751)	(132.751)
Resultado por unidades de reajuste	(33.514)	(134.056)	(134.056)	(134.056)	(134.056)	(134.056)
Resultado No Operacional	(209.617)	(908.849)	(908.849)	(908.849)	(908.849)	(908.849)
<b>Utilidad (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>2.610.884</b>	<b>8.580.745</b>	<b>9.814.392</b>	<b>11.208.414</b>	<b>12.783.658</b>	<b>12.783.658</b>
Impuestos a las ganancias	(652.721)	(2.145.186)	(2.453.598)	(2.802.103)	(3.195.914)	(3.195.914)
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>1.958.163</b>	<b>6.435.559</b>	<b>7.360.794</b>	<b>8.406.310</b>	<b>9.587.743</b>	<b>9.587.743</b>

## X PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRES

A continuación se presenta un listado con los ajustes necesarios para realizar la construcción del flujo de caja libre de empresas CCU con la finalidad de poder estimar el valor económico y el precio de la acción.

### 1. Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles.

La depreciación y amortización se consideró como el promedio histórico de un 5% respecto de los ingresos, más el 1% por sobre el promedio histórico hasta el 2016 y el 2% para los años subsiguientes producto del aumento de las plantas, capacidad y centros de distribución proyectados, quedado la proyección de la depreciación y amortización como sigue:

Proyección de la depreciación y amortización 2014-2019:

Año	2014 4T e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
Depreciación y Amortización	832.065	3.661.086	4.826.532	5.453.981	6.162.998

(\*)Trimestre calculado como el 25% de la Depreciación Anual

### 2. Inversión de reposición.

Se estima como un 75% de la depreciación anual para cada periodo, excepto en el cálculo de la perpetuidad, en que se calcula como el 100% de la depreciación anual, suponiendo que en la perpetuidad se depreciará todo el activo fijo. Lo anterior se muestra a continuación:

Proyección de la inversión en reposición 2014-2019:

Año	2014 4T e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
Inversión en reposición	624.049	2.745.815	3.619.899	4.090.486	4.622.249

(\*)Trimestre calculado como el 25% de la Inversión en reposición anual.

Para el cálculo de la tasa de inversión en reposición se consideró las nuevas inversiones que realiza la empresa cada año y se relacionó con la depreciación anual de cada periodo, teniendo en cuenta que la principal inversión de CCU es en activo fijo, ya que necesita de las plantas y puntos de distribución para poder generar ingresos, por lo tanto, necesita renovar constantemente sus equipos, plantas y material de distribución.

### **Nuevas Inversiones (activo fijo) en base al CAPEX de la empresa.**

Las inversiones de CCU fueron determinadas por la administración al ver las siguientes oportunidades de crecimiento en el mercado y que se basan, además en nuestro análisis de la industria, especialmente en Latinoamérica:

- Alta participación del mercado de bebestibles.
- Portafolio compuesto por marcas con alta preferencia.
- Todavía bajos consumos per cápita.
- Crecimiento sostenido de la población.
- Precios promedio creciendo más rápido que la inflación.
- Altas tasas de crecimiento el PIB.

Dado este escenario, la administración proyectó desde el año 2013 al año 2016 un CAPEX de 585,8 mil millones de CLP y 613,6 mil millones de CLP para los años 2017 al 2019.

Si observamos la evolución que ha tenido el CAPEX de la empresa CCU, en los últimos periodos, más las proyecciones realizadas por la propia empresa se puede determinar la proporción de la inversión correspondiente para cada año. La siguiente tabla muestra la evolución que ha tenido el CAPEX de empresas CCU:

Evolución del CAPEX 2010-2014:

Ítem	2010	2011	2012	2013	30-09-2014	Promedio
Capex expresado en M\$	64.396.000	77.847.000	115.768.000	122.451.000	108.369.135	
Variación %		17%	33%	5%		18%
CAPEX Expresado en UF	3.001.368	3.491.832	5.068.485	5.253.252	4.483.989	

Por otra parte, se observa la variación que han experimentado las inversiones, especialmente, las cuentas propiedades planta y equipo, como se muestra a continuación:

Evolución de las propiedades, plantas y equipos 2010-2014:

ítem	2010	2011	2012	2013	30-09-2014	Prom
Propiedades, plantas y equipos (neto)	23.684.418	24.981.984	26.808.606	29.215.241	33.058.524	
Variación %		5%	7%	8%	12%	8%

Como se observa en los últimos 4 años la cuenta propiedades, plantas y equipos (neto) experimenta una variación promedio de un 8%.

Por lo tanto, considerando ambos factores, el crecimiento estimado y la evolución de la inversión a través del tiempo, el CAPEX estimado es el siguiente:

- Para diciembre de 2014, considera un aumento del 18% (promedio) respecto a la misma fecha en el año 2013.
- Para diciembre de 2015, se utiliza el CAPEX proyectado por la administración de la compañía.
- En cuanto al año 2016, por no contar con datos de proyecciones estimadas por la administración, se utilizó el 18% de aumento promedio.
- Respecto a los años 2017 a 2019 la empresa ha estimado un CAPEX de 613,6 mil millones de CLP. Si convertimos las proyecciones a UF, tenemos:

$$CAPEX: \frac{613.600.000}{24,168} = 25.388.944 UF$$

Esta inversión para efectos de la estimación, se distribuirá entre los años 2017 y 2018 asignando un 47% al año 2017 y un 53% al año 2018. Lo anterior considera la porción que representan los ingresos de cada año.

Por lo tanto, el CAPEX estimado para cada año queda de la siguiente forma:

Proyección del CAPEX 2014-2018:

Año	2014 4T e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
CAPEX Estimado	1.494.663	9.065.368	10.697.134	11.919.682	13.469.241

(\*) Cálculo realizado considerando la UF al 30 de septiembre de 2014.

El cuarto trimestre se estimó considerando un 25% del total de la inversión del año 2014.

Para las proyecciones a perpetuidad, se asumió que no habrá crecimiento en la empresa, en cuanto a nuevas inversiones (nuevas plantas, adquisiciones, o nuevos centros de distribución), sin embargo, en cuanto a los ingresos por venta, se asume que estos se mantienen constantes en el tiempo, debido a que en el año 2018 las inversiones le otorgaron a la Compañía la capacidad suficiente para generarlas.

### 3. Inversión en capital de trabajo.

Para el cálculo del CTON se consideró la resta entre los activos corrientes y pasivos corrientes que no devengan intereses para los periodos comprendidos entre el 30 de diciembre 2010 y el 30 de septiembre el año 2014, obteniéndose los siguientes resultados:

Detalle de los activos Corrientes 2010-2014:

ACTIVOS	2010	2011	2012	2013	30-09-2014
Otros activos financieros	108.548	176.907	60.439	191.717	252.746
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	7.131.653	8.659.949	8.956.399	9.073.704	8.075.699
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	318.502	447.842	420.826	412.290	570.663
Inventarios	5.050.127	5.765.453	6.213.061	6.567.513	7.437.275

Detalle de los pasivos corrientes 2010-2014:

<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>30-09-2014</b>
Otros pasivos financieros	597.601	3.413.697	2.402.472	5.169.046	2.979.472
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	6.310.331	7.425.902	7.241.113	7.872.655	6.915.568
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	346.209	395.240	350.844	312.578	461.032

Cálculo del CTON 2010-2014:

<b>Ítem</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>30-09-2014</b>	<b>Prom</b>
CTON	5.354.690	3.815.311	5.656.296	2.890.946	5.980.310	
Ventas	39.069.533	43.489.251	47.095.209	51.362.038	37.335.177	
CTON como % de los ingresos	14%	9%	12%	6%	16%	11%
CTON Equivalente en días	49	32	43	20	58	40

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

#### **4. Déficit o exceso de capital de trabajo.**

Utilizando el promedio simple de capital de trabajo necesario en los periodos anteriores, se estimó el CTON para el 31 de diciembre del año 2014 y se comparó con el obtenido al 30 de septiembre del año 2014 obteniendo los siguientes resultados.

Cálculo de déficit de Capital de Trabajo a septiembre de 2014:

<b>Calculo del Deficit de Capital de Trabajo</b>	<b>Expresado en UF</b>
CTON requerido al 31 diciembre 2014	6.227.767
CTON al 30 de septiembre de 2014	5.980.310
Déficit de CTON al 30 de septiembre del 2014	-247.457

Como se observa existe déficit de capital de trabajo correspondiente a UF 247.457. Lo anterior, considerando que al 31 de diciembre del año 2014, la empresa debe tener un CTON acumulado de UF 6.227.767 y al 30 de septiembre del año 2014 solamente cuenta con UF 5.980.310; Por lo tanto, en el momento en que se realiza la valoración (30 de septiembre de 2014) se obtiene que la empresa posee un déficit de capital de trabajo de UF 247.457 para alcanzar el monto requerido al finalizar el año 2014.

Asimismo, se considerará este valor de UF 6.227.767 como inversión en capital de trabajo al 31 de diciembre del año 2014, para determinar solamente las variaciones que se generen en los ingresos en los años posteriores.

#### **5. Activos prescindibles de la empresa al 30 de septiembre de 2014.**

Se puede catalogar como activos prescindibles a aquellos que se encuentran dentro de la cuenta "Otros activos no financieros corrientes y no corrientes", sin embargo, debido a la naturaleza del negocio, la cuenta caja no es parte del CTON, por lo tanto, se considera como un activo prescindible.

Detalle activos prescindibles en UF, diciembre 2013-Septiembre 2014:

Ítem	UF Sept. 2014
Efectivo y equivalentes al efectivo	7.678.838
Seguros pagados	27.836
Publicidad	274.508
Anticipo a proveedores	733.679
Garantías pagadas	12.437
Materiales por consumir	22.339
Dividendos por cobrar	2.866
Impuestos por recuperar	66.510
Derechos de acciones	467.220
Otros	88.311
<b>Total</b>	<b>9.374.543</b>

## 6. Deuda financiera de la empresa al 30 de septiembre de 2014.

La deuda Financiera al 30 de septiembre del año 2014 es de UF 8.622.762.

Deuda financiera al 30 de septiembre de 2014:

Ítem	30-09-2014
Deuda a septiembre de 2014	8.622.762

## 7. Valor Terminal.

El valor terminal se calculó considerando el supuesto de perpetuidad sin tasa crecimiento utilizando la siguiente formula:

$$\text{Valor terminal} = \frac{FCL \text{ año } 2019}{K_0}$$

$$\text{Valor terminal} = \frac{10.086.870}{0.0701}$$

$$\text{Valor terminal} = 143.892.582$$

En base a los supuestos anteriores, el flujo de caja proyectado es el siguiente:

Flujo de caja proyectado en UF 2014-2019:

	2014 4 T e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
<b>Ingresos por ventas</b>	18.135.824	61.018.101	68.950.454	77.914.014	88.042.835
Segmento: Chile	10.937.768	39.258.003	44.361.543	50.128.544	56.645.255
Segmento: Río de la Plata	5.967.504	13.093.756	14.795.944	16.719.417	18.892.942
Segmento: Vinos	1.402.003	8.672.617	9.800.057	11.074.064	12.513.693
Otros	(54.321)	(6.275)	(7.090)	(8.012)	(9.054)

Perpetuidad

2019
88.042.835
56.645.255
18.892.942
12.513.693
(9.054)

Proyección de Flujos en UF	2014 4 T e	2015 e	2016 e	2017 e	2018 e
Ingresos por ventas	18.135.824	61.018.101	68.950.454	77.914.014	88.042.835
Costo de ventas	(8.357.667)	(28.119.425)	(31.774.951)	(35.905.694)	(40.573.435)
Margen bruto	9.778.157	32.898.676	37.175.504	42.008.319	47.469.401
Costos de distribución	(3.099.398)	(10.427.946)	(11.783.579)	(13.315.445)	(15.046.452)
Gastos de Administración	(1.449.387)	(4.876.474)	(5.510.415)	(6.226.769)	(7.036.249)
Otros gastos, por función	(2.408.871)	(8.104.662)	(9.158.268)	(10.348.843)	(11.694.192)
Resultado Operacional	2.820.501	9.489.594	10.723.242	12.117.263	13.692.507
Ingresos financieros	146.749	586.996	586.996	586.996	586.996
Costos financieros	(313.124)	(1.252.498)	(1.252.498)	(1.252.498)	(1.252.498)
Participación en utilidad (pérdida)	23.460	23.460	23.460	23.460	23.460
Diferencias de cambio	(33.188)	(132.751)	(132.751)	(132.751)	(132.751)
Resultado por unidades de reajuste	(33.514)	(134.056)	(134.056)	(134.056)	(134.056)
Resultado No Operacional	(209.617)	(908.849)	(908.849)	(908.849)	(908.849)
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>2.610.884</b>	<b>8.580.745</b>	<b>9.814.392</b>	<b>11.208.414</b>	<b>12.783.658</b>
Impuestos a las ganancias	(652.721)	(2.145.186)	(2.453.598)	(2.802.103)	(3.195.914)
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>1.958.163</b>	<b>6.435.559</b>	<b>7.360.794</b>	<b>8.406.310</b>	<b>9.587.743</b>
Ajustes al Flujo de Caja					
Depreciación	832.065	3.661.086	4.826.532	5.453.981	6.162.998
Ingresos Financieros después de impuesto	(110.062)	(440.247)	(440.247)	(440.247)	(440.247)
Costos Financieros después de impuesto	234.843	939.373	939.373	939.373	939.373
Inversión en Reposición	(624.049)	(2.745.815)	(3.619.899)	(4.090.486)	(4.622.249)
Nuevas Inversiones	(1.494.663)	(9.065.368)	(10.697.134)	(11.919.682)	(13.469.241)
Aumentos en Capital de trabajo	(622.777)	(890.571)	(1.006.345)	(1.137.170)	
Flujo de Caja Libre	173.521	(2.105.982)	(2.636.926)	(2.787.920)	(1.841.621)
<b>Valor Terminal</b>					<b>143.892.582</b>
<b>Flujo de caja libre + Valor Terminal</b>	<b>173.521</b>	<b>(2.105.982)</b>	<b>(2.636.926)</b>	<b>(2.787.920)</b>	<b>142.050.961</b>

Perpetuidad

2019 e
88.042.835
(40.573.435)
47.469.401
(15.046.452)
(7.036.249)
(11.694.192)
13.692.507
586.996
(1.252.498)
23.460
(132.751)
(134.056)
(908.849)
<b>12.783.658</b>
(3.195.914)
<b>9.587.743</b>
6.162.998
(440.247)
939.373
(6.162.998)
10.086.870
<b>143.892.582</b>

## XI VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN.

A partir del flujo de caja proyectado y, calculando el valor presente de los resultados con ajustes de los años 2014-2018, más el valor terminal de la perpetuidad se obtiene el valor económico de Compañía de Cervecerías Unidas S.A al 30 de septiembre de 2014, el cual corresponde a UF 100.244.686.

Si se resta el déficit de CTON y se suma el valor de los activos prescindibles obtenidos en la sección anterior, se tiene el total de activos al 30 de septiembre de 2014, los cuales ascienden a UF 109.371.772. Finalmente, se resta el valor de la deuda financiera a la fecha de la valoración UF 8.622.762 y se obtiene el valor económico del patrimonio UF 100.749.010. A continuación se muestra un resumen con los resultados obtenidos.

Resumen de la valoración económica al 30 de septiembre de 2014:

Valoración Económica	Al 30 Sept. 2014
Valor Económico al 30 de Sep. 2014	100.244.686
Déficit de CTON al 30 de septiembre del 2014	(247.457)
Activos prescindibles	9.374.543
<b>Valor Total de Activos</b>	<b>109.371.772</b>
Deuda a septiembre de 2014	(8.622.762)
<b>Valor Patrimonio Económico</b>	<b>100.749.010</b>
Nº acciones	369.502.872
Precio Acción	0,273
Valor UF	24.168
<b>Precio de la Acción en \$</b>	<b>6.590</b>

A partir del valor del patrimonio económico y el número de acciones suscritas y pagadas se obtiene el precio de la acción, el cual resulta ser de \$6.590. Este precio tan solo un 0,07% superior al de mercado (\$6.585), indica que el precio de la acción calculado a través del método de flujo de caja descontado, se encuentra en su precio justo, sin embargo, teniendo en consideración los supuestos utilizados en el cálculo de la tasa de descuento, se realizó un análisis de sensibilidad, para determinar cómo cambia el precio de la acción, ante movimientos en la tasa de descuento, como se muestra en la siguiente tabla:

Sensibilidad del precio de la acción ante un aumento en la tasa de descuento.

Tasa de Descuento	7,01%	7,51%	8,01%	8,51%
Precio de la Acción	6.590	5.997	5.482	5.030

Como se observa en la tabla anterior, al aumentar la tasa de descuento en un 0,5%, el precio de la acción disminuye en un 8% aproximadamente, quedando bajo su precio de mercado.

Otro aspecto a tener en consideración, es el volumen de las inversiones futuras (Capex), incorporadas en el análisis, debido a que, como el precio de mercado, se basa en expectativas, es probable que el mercado no haya incorporado el efecto del alza de las inversiones en la dimensión anunciada por la administración de CCU, debido a la incertidumbre existente en los mercados y al contexto político y económico en el cual se encontraba el país a la fecha de la valoración, por lo que el precio de mercado pudo haber sido un tanto superior al obtenido al 30 de septiembre del año 2014.

## **XII CONCLUSIONES.**

Posterior a la realización del análisis del precio de la acción mediante el método de Flujos de Caja Libres se puede concluir que:

La valoración mediante método de Flujos de Caja Libre incluye los factores extrínsecos (de mercado de la empresa) y los factores intrínsecos (contabilidad de la empresa). La proyección de los flujos de la empresa se realiza considerando información histórica y factores de mercado proyectados, por lo que, el mayor impacto que se pudo observar en este aspecto, es la tasa de descuento utilizada, con la información de mercado disponible, al momento de la valoración y la alta sensibilidad que presenta el precio de la acción, ante movimientos en la tasa de descuento, teniendo en consideración que ante un aumento de un 0,5% en la tasa de descuento, se genera una caída de un 8%, aproximadamente, en el precio de la acción.

Otro aspecto importante a tener en consideración, aun cuando se obtuvo exactamente el precio de mercado, con la valoración del método de flujo de caja, es que en la valoración se ha incorporado ingresos provenientes de nuevos proyectos de inversión los cuales, es probable que, no han sido incorporados en el precio de mercado de la acción de CCU, debido a la incertidumbre existente en los mercados durante el año 2014. Falta de credibilidad de los mercados en nuevos proyectos y desconfianza en el mercado de capitales producto de diferentes factores externos: recesión económica en Chile y en otros países en los cuales CCU comercializa sus productos, como Argentina.

Por lo tanto, el precio de la acción mediante Flujos de Caja Libre se encuentra exactamente en su precio de mercado, considerando la información de mercado disponible al momento de la valoración (cálculo de la tasa de descuento) y la fuerte inversión considerada en la valoración, lo cual incluye factores que se incorporan al precio de mercado de la acción en el momento en que la empresa anuncia la posible realización de los nuevos proyectos, disminuyendo el shock del precio de la acción casi a cero después de unos días.

### XIII ANEXOS

#### Anexo 1: Resumen Compañía Cervecerías Unidas

	<b>Observaciones</b>
Razón Social	Compañía Cervecerías Unidas S.A.
Rut	90.413.000 -1
Nemotécnico	CCU- Bolsa de Comercio de Santiago. CCU- NYSE.
Industria	Alimenticias y Bebidas
Regulación	<p>-Superintendencia de valores y seguros. Ley 18045 sobre el mercado de valores Ley 18046 sobre sociedades anónimas.</p> <p>-Ministerio de Salud. Ley 19.925 sobre expendio y consumo de bebidas alcohólicas. Decreto N° 106 reglamento de aguas minerales.</p> <p>Decreto N° 78 ley N°18.455 fija normas sobre producción, elaboración y comercialización de alcoholes etílicos, bebidas alcohólicas y vinagre, y deroga libro 1 de la ley N° 17105. Decreto N° 464 Zonificación vitícola y denominación de origen. Decreto N° 521 denominación de origen Pisco. Reglamento Sanitario de los alimentos Decreto N° 977/96 D.OF. 13.05.97)</p> <p>-Ministerio del medio ambiente.</p>
<b>12 mayores accionistas</b>	
<b>Nombre</b>	<b>Participación</b>
Inversiones y Rentas S. A.	53,16%
J P Morgan Chase Bank	12,93%
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	7,73%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	7,53%
Inversiones Irsa Ltda.	6,84%
Banco Santander por cuenta de inv. extranjeros	2,43%
AFP Provida S.A. para Fondo de Pensión C	0,69%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	0,68%
Banco Santander -HSBC BANK PLC London Client Account	0,62%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa.	0,54%
BTG Pactual Chile S. A. Corredores de Bolsa	0,44%
AFP Provida S. A. Fondo Tipo D	0,33%
<b>Total 12 mayores accionistas</b>	<b>93,92%</b>

## Anexo 2: Empresas comparables

Nombre de la Empresa	<b>EMBOTELLADORA ANDINA S.A.</b>
Ticker o Nemotécnico	IPSA:Andina -A , Andina -B NYSE (New York) AKO/A :US AKO/B
Clase de Acción	IPSA :SERIE A / Nemo: ANDINA-A IPSA:SERIE B/Nemo: Andina -B
Derechos de cada Clase	Las acciones de la serie B, cuentan con un veto o preferencia, contenida en el artículo 5° de los estatutos de la sociedad, consistente en el quórum especial que requiere la Junta Extraordinaria de Accionistas para decidir acerca de actos y contratos que dicen relación con los derechos de aprovechamiento de aguas y concesiones sanitarias de Aguas Andinas.
Mercado donde Transa sus acciones	Chile :Bolsa de Santiago EEUU:NYSE
Descripción de la Empresa (profile)	Coca-Cola Andina es uno de los siete mayores embotelladores de Coca-Cola en el mundo y tercero en Latinoamérica.  La Compañía tiene la franquicia para producir y comercializar los productos Coca-Cola en ciertos territorios de Argentina, Brasil, Chile y en todo el territorio de Paraguay y es controlada en partes iguales por las familias Chadwick Claro, Garcés Silva, Hurtado Berger, Said Handal y Said Somavía.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Rubro: Alimenticias y Bebidas
Negocios en que se encuentra	Embotelladora Andina se dedica a la producción, comercialización y distribución de distintos productos dentro del rubro de bebestibles no alcohólicos. Principalmente produce, comercializa y distribuye bebidas gaseosas Coca-Cola en Chile, Brasil, Argentina y Paraguay  EBITDA: 2011: M\$ 181.922 2012: M\$ 207.988 2013: M\$ 254.621 2014: M\$ 287.430 (estimado al 31 de diciembre de 2014)

Nombre de la Empresa	<b>EMBONOR S.A</b>
Ticker o Nemo-técnico	Embonor A Embonor B
Clase de Acción	Serie A Serie B
Derechos de cada Clase	Serie A: Tiene derecho a elegir 6 directores titulares y a sus respectivos suplentes. Total acciones Serie A: 244.420.704. Serie B: Derecho a convocar Junta Ordinaria Extraordinaria de Accionistas, con al menos un 5% de acciones emitidas de Serie B; Derecho a percibir Dividendos aumentados en un 5% respecto a los de la Serie A; Derecho a elegir un Director Titular y su respectivo Suplente; Derecho a convocar a Sesión Extraordinaria de Directorio, solicitada por el Director electo por accionistas de Serie B. Total acciones Serie B: 266.432.526 Total Acciones Suscritas y pagadas: 510.853.230
Mercado donde Transa sus acciones	Las acciones de la Compañía son transadas en la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores; Bolsa de Corredores de Valparaíso; y en la Bolsa Electrónica de Chile.
Descripción de la Empresa (profile)	Embotellador de bebidas refrescantes licenciadas por la Compañía Coca-Cola en Chile y Bolivia.  Es la segunda mayor embotelladora del sistema Coca-Cola en Chile, con una participación de mercado, en los territorios donde opera, en torno al 65% en el segmento de bebidas refrescantes. En tanto, en Bolivia es el principal embotellador de esta marca, alcanzando una participación de mercado del 66% en el año 2012
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bebidas y cervezas
Negocios en que se encuentra	Embotellador de bebidas refrescantes licenciadas por la Compañía Coca-Cola en Chile y Bolivia  EBITDA: 2011: M\$ 58.245 2012: M\$ 67.708 2013: M\$ 72.266 2014: M\$ 71.000 (estimado al cierre del ejercicio)

### Anexo 3: Tabla de amortización BONO SERIE A

Nº Cupón	Fecha	Cuota	Interés	Amortización	Saldo
0	15-07-2005	-\$ 1.512.979,30			1.500.000
1	15-01-2006	53.877	28.500	25.377	1.474.623
2	15-07-2006	53.877	28.018	25.859	1.448.765
3	15-01-2007	53.877	27.527	26.350	1.422.415
4	15-07-2007	53.877	27.026	26.851	1.395.564
5	15-01-2008	53.877	26.516	27.361	1.368.203
6	15-07-2008	53.877	25.996	27.881	1.340.323
7	15-01-2009	53.877	25.466	28.410	1.311.912
8	15-07-2009	53.877	24.926	28.950	1.282.962
9	15-01-2010	53.877	24.376	29.500	1.253.462
10	15-07-2010	53.877	23.816	30.061	1.223.401
11	15-01-2011	53.877	23.245	30.632	1.192.769
12	15-07-2011	53.877	22.663	31.214	1.161.555
13	15-01-2012	53.877	22.070	31.807	1.129.748
14	15-07-2012	53.877	21.465	32.411	1.097.337
15	15-01-2013	53.877	20.849	33.027	1.064.310
16	15-07-2013	53.877	20.222	33.655	1.030.655
17	15-01-2014	53.877	19.582	34.294	996.361
18	15-07-2014	53.877	18.931	34.946	961.415
19	15-01-2015	53.877	18.267	35.610	925.806
20	15-07-2015	53.877	17.590	36.286	889.520
21	15-01-2016	53.877	16.901	36.976	852.544
22	15-07-2016	53.877	16.198	37.678	814.866
23	15-01-2017	53.877	15.482	38.394	776.472
24	15-07-2017	53.877	14.753	39.124	737.348
25	15-01-2018	53.877	14.010	39.867	697.481
26	15-07-2018	53.877	13.252	40.624	656.857
27	15-01-2019	53.877	12.480	41.396	615.460
28	15-07-2019	53.877	11.694	42.183	573.278
29	15-01-2020	53.877	10.892	42.984	530.293
30	15-07-2020	53.877	10.076	43.801	486.492
31	15-01-2021	53.877	9.243	44.633	441.859
32	15-07-2021	53.877	8.395	45.481	396.378
33	15-01-2022	53.877	7.531	46.345	350.033
34	15-07-2022	53.877	6.651	47.226	302.807
35	15-01-2023	53.877	5.753	48.123	254.684
36	15-07-2023	53.877	4.839	49.038	205.646
37	15-01-2024	53.877	3.907	49.969	155.677
38	15-07-2024	53.877	2.958	50.919	104.758
39	15-01-2025	53.877	1.990	51.886	52.872
40	15-07-2025	53.877	1.005	52.872	0

**Valoración de Bono Serie A**

Valor nominal	1.500.000
Tasa Caratula	1,90%
Tasa mercado	1,85%
Número de cupones	40
Precio del Bono	1.512.979
Valor de la UF	\$ 17.518,51
Premio en UF	12.979,3
Precio Bono en UF	1.512.979
Tasa de mercado	1,85%

Cálculo precio del bono 1.512.979 sobre la par; 101%

**Tasa de Colocación 3,70%**

#### Anexo 4: Tabla de amortización BONO SERIE E

Nº Cupón	Fecha	Cuota	Interés	Amortización	Saldo
0	01-12-2004	-1.948.000			2.000.000
1	01-06-2005	73.111	40.000	33.111	1.966.889
2	01-12-2005	73.111	39.338	33.774	1.933.115
3	01-06-2006	73.111	38.662	34.449	1.898.666
4	01-12-2006	73.111	37.973	35.138	1.863.527
5	01-06-2007	73.111	37.271	35.841	1.827.686
6	01-12-2007	73.111	36.554	36.558	1.791.129
7	01-06-2008	73.111	35.823	37.289	1.753.840
8	01-12-2008	73.111	35.077	38.035	1.715.805
9	01-06-2009	73.111	34.316	38.795	1.677.010
10	01-12-2009	73.111	33.540	39.571	1.637.438
11	01-06-2010	73.111	32.749	40.363	1.597.076
12	01-12-2010	73.111	31.942	41.170	1.555.906
13	01-06-2011	73.111	31.118	41.993	1.513.912
14	01-12-2011	73.111	30.278	42.833	1.471.079
15	01-06-2012	73.111	29.422	43.690	1.427.389
16	01-12-2012	73.111	28.548	44.564	1.382.825
17	01-06-2013	73.111	27.657	45.455	1.337.370
18	01-12-2013	73.111	26.747	46.364	1.291.006
19	01-06-2014	73.111	25.820	47.291	1.243.715
20	01-12-2014	73.111	24.874	48.237	1.195.478
21	01-06-2015	73.111	23.910	49.202	1.146.276
22	01-12-2015	73.111	22.926	50.186	1.096.090
23	01-06-2016	73.111	21.922	51.190	1.044.900
24	01-12-2016	73.111	20.898	52.213	992.687
25	01-06-2017	73.111	19.854	53.258	939.429
26	01-12-2017	73.111	18.789	54.323	885.106
27	01-06-2018	73.111	17.702	55.409	829.697
28	01-12-2018	73.111	16.594	56.518	773.179
29	01-06-2019	73.111	15.464	57.648	715.531
30	01-12-2019	73.111	14.311	58.801	656.730
31	01-06-2020	73.111	13.135	59.977	596.753
32	01-12-2020	73.111	11.935	61.176	535.577
33	01-06-2021	73.111	10.712	62.400	473.177
34	01-12-2021	73.111	9.464	63.648	409.529
35	01-06-2022	73.111	8.191	64.921	344.608
36	01-12-2022	73.111	6.892	66.219	278.389
37	01-06-2023	73.111	5.568	67.544	210.845
38	01-12-2023	73.111	4.217	68.895	141.950
39	01-06-2024	73.111	2.839	70.272	71.678
40	01-12-2024	73.111	1.434	71.678	0

**Valoración de Bono Serie E**

Valor nominal	2.000.000
Tasa Caratula	2,00%
Tasa Mercado	2,15%
Número de cupones	40
Precio del Bono	1.948.000
Valor de la UF	\$ 17.266,48
Descuento en UF	\$ 52.000,00
Precio Bono en UF	1.948.000
Tasa de mercado	2,151%

Cálculo precio del bono 1.948.000

Se transa bajo la par: 97%**Tasa de Colocación 4,30**

### Anexo 5: Tabla de amortización BONO SERIE H

Nº Cupón	Fecha	Cuota	Interés	Amortización	Saldo
0	15-03-2009	-1.992.527			2.000.000
1	15-09-2009	0	42.500	0	2.042.500
2	15-03-2010	0	43.403	0	2.085.903
3	15-09-2010	0	44.325	0	2.130.229
4	15-03-2011	0	45.267	0	2.175.496
5	15-09-2011	0	46.229	0	2.221.725
6	15-03-2012	0	47.212	0	2.268.937
7	15-09-2012	0	48.215	0	2.317.152
8	15-03-2013	0	49.239	0	2.366.391
9	15-09-2013	0	50.286	0	2.416.677
10	15-03-2014	0	51.354	0	2.468.031
11	15-09-2014	0	52.446	0	2.520.477
12	15-03-2015	0	53.560	0	2.574.037
13	15-09-2015	0	54.698	0	2.628.736
14	15-03-2016	0	55.861	0	2.684.596
15	15-09-2016	0	57.048	0	2.741.644
16	15-03-2017	0	58.260	0	2.799.904
17	15-09-2017	0	59.498	0	2.859.402
18	15-03-2018	0	60.762	0	2.920.164
19	15-09-2018	0	62.053	0	2.982.218
20	15-03-2019	0	63.372	0	3.045.590
21	15-09-2019	174.747	64.719	110.028	2.935.561
22	15-03-2020	174.747	62.381	112.366	2.823.195
23	15-09-2020	174.747	59.993	114.754	2.708.441
24	15-03-2021	174.747	57.554	117.193	2.591.248
25	15-09-2021	174.747	55.064	119.683	2.471.565
26	15-03-2022	174.747	52.521	122.226	2.349.339
27	15-09-2022	174.747	49.923	124.824	2.224.515
28	15-03-2023	174.747	47.271	127.476	2.097.039
29	15-09-2023	174.747	44.562	130.185	1.966.854
30	15-03-2024	174.747	41.796	132.951	1.833.902
31	15-09-2024	174.747	38.970	135.777	1.698.126
32	15-03-2025	174.747	36.085	138.662	1.559.464
33	15-09-2025	174.747	33.139	141.608	1.417.855
34	15-03-2026	174.747	30.129	144.618	1.273.238
35	15-09-2026	174.747	27.056	147.691	1.125.547
36	15-03-2027	174.747	23.918	150.829	974.718
37	15-09-2027	174.747	20.713	154.034	820.684
38	15-03-2028	174.747	17.440	157.308	663.376
39	15-09-2028	174.747	14.097	160.650	502.726
40	15-03-2029	174.747	10.683	164.064	338.661
41	15-09-2029	174.747	7.197	167.551	171.111
42	15-03-2030	174.747	3.636	171.111	0

**Valoración de Bono Serie H**

Valor nominal	2.000.000
Tasa Caratula	2,13%
Tasa mercado	2,14%
Número de cupones	22
Precio del Bono	1.992.527
Valor de la UF	\$ 21.003,17
Descuento en UF	\$ 7.472,78
Precio Bono en UF	1.992.527
Tasa de mercado	2,14%

Cálculo precio del bono 1.992.527 bajo la par: 99,63%

**Tasa de Colocación 4,3%**

**Anexo 6: Tabla de Amortización BONO SERIE I**

Nº Cupón	Fecha	Cuota	Interés	Amortización	Saldo
0	15-03-2009	-2.980.328			3.000.000
1	15-09-2009	45000	45000	0	3.000.000
2	15-03-2010	45000	45000	0	3.000.000
3	15-09-2010	45000	45000	0	3.000.000
4	15-03-2011	45000	45000	0	3.000.000
5	15-09-2011	45000	45000	0	3.000.000
6	15-03-2012	45000	45000	0	3.000.000
7	15-09-2012	45000	45000	0	3.000.000
8	15-03-2013	45000	45000	0	3.000.000
9	15-09-2013	45000	45000	0	3.000.000
10	15-03-2014	3.045.000	45000	3.000.000	0

**Valoración de Bono Serie I**

Valor nominal	3.000.000
Tasa Caratula	1,50%
Tasa mercado	1,57%
Número de cupones	10
Precio del Bono	2.980.328
Valor de la UF	\$ 21.003,17
Descuento en UF	\$ 19.672,32
Precio Bono en UF	2.980.328
Tasa de mercado	1,5714%

Precio del bono 2.980.328 bajo la par: 99,34%

**Tasa de Colocación 3,14%**

## Anexo 7: Regresiones

### Resumen Regresión 2010

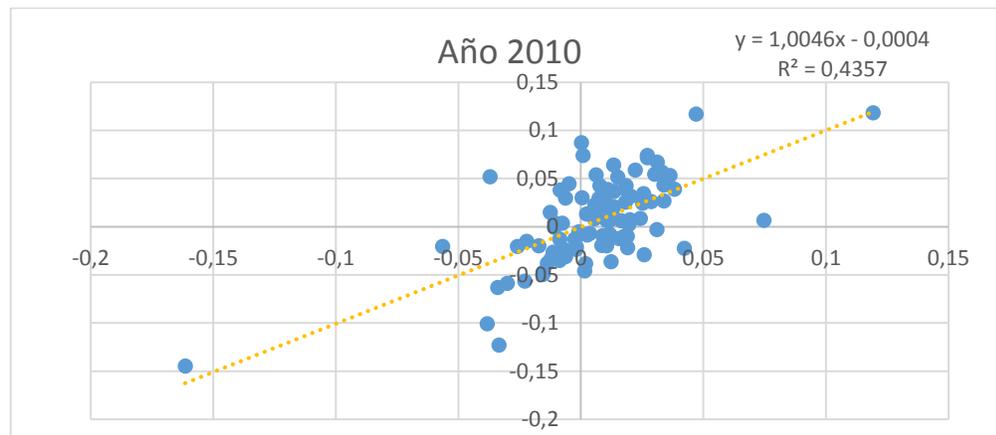
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,660049657
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,43566555
R <sup>2</sup> ajustado	0,43013286
Error típico	0,032299372
Observaciones	104

### ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,082149511	0,082149511	78,74388341	2,51252E-14
Residuos	102	0,106411441	0,001043249		
Total	103	0,188560951			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>P-Value</i>	<i>Inferior 95%</i>
Intercepción	-0,000424458	0,003241356	-0,130950823	0,896072141	-0,006853673
X	<b>1,004642421</b>	0,113214772	8,873775037	0,0000000	0,780081457

Grafico regresión año 2010.



**Resumen Regresión 2011**

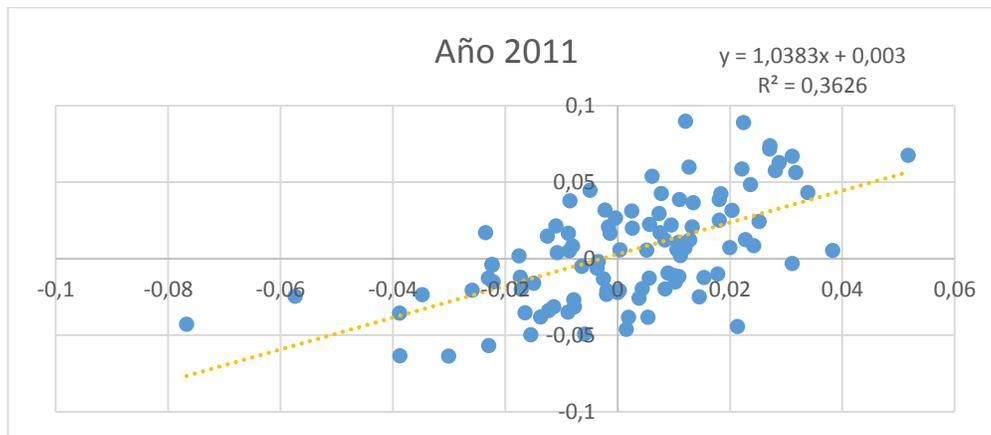
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,602127777
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,36255786
R <sup>2</sup> ajustado	0,356308427
Error típico	0,027616979
Observaciones	104

**ANÁLISIS DE VARIANZA**

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,044247534	0,044247534	58,01452292	1,36869E-11
Residuos	102	0,07779515	0,000762698		
Total	103	0,122042684			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>P-Value</i>	<i>Inferior 95%</i>
Intercepción	0,002965885	0,002720057	1,090375841	0,278116799	-
X	<b>1,03825239</b>	0,136312153	7,616726523	0,000000	0,767877881

**Grafico regresión año 2011**



**Resumen Regresión 2012**

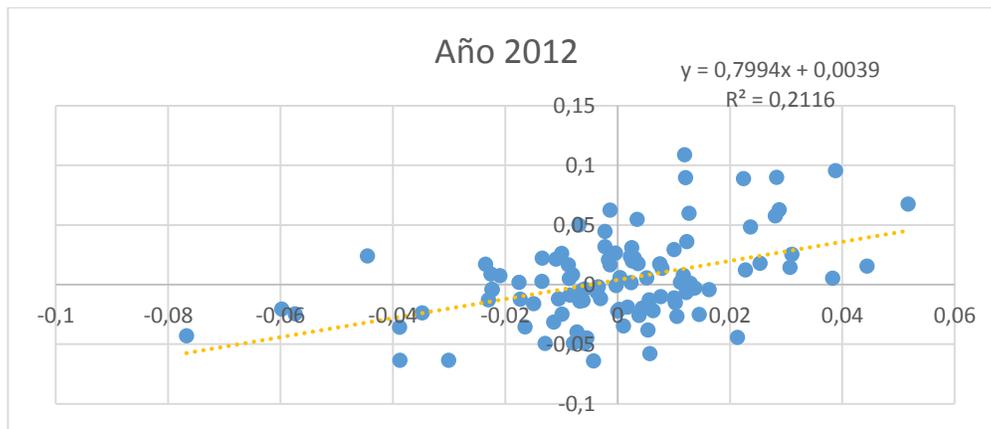
<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coeficiente de correlación múltiple	0,459974925
Coeficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,211576932
R <sup>2</sup> ajustado	0,203847294
Error típico	0,031815236
Observaciones	104

**ANÁLISIS DE VARIANZA**

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,027706359	0,027706359	27,37216592	8,99871E-07
Residuos	102	0,10324534	0,001012209		
Total	103	0,130951699			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>P-Value</i>	<i>Inferior 95%</i>
Intercepción	0,00387651	0,003121152	1,242012628	0,217080091	-0,00231428
X	<b>0,799367957</b>	0,152789023	5,231841542	<b>8,99871E-07</b>	0,496311654

**Grafico regresión año 2012**



### Resumen Regresión 2013

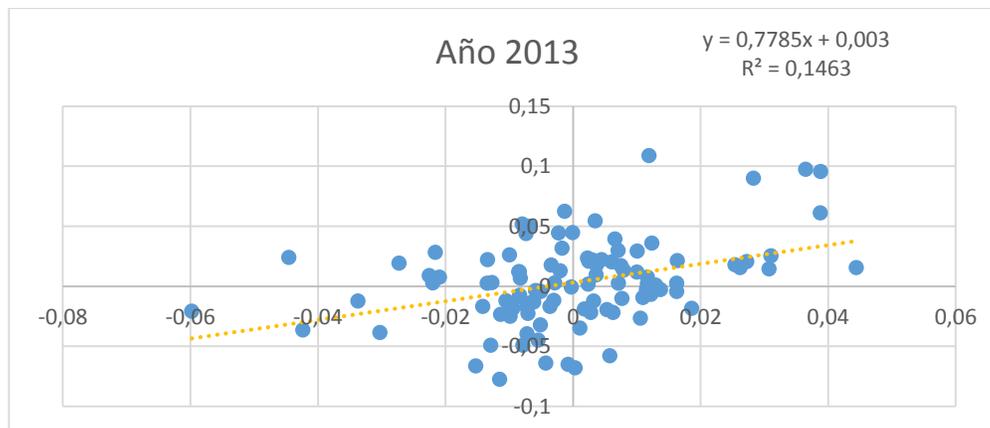
Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,382537752
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,146335132
R <sup>2</sup> ajustado	0,137965868
Error típico	0,032078091
Observaciones	104

### ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,017991957	0,017991957	17,48482804	6,13595E-05
Residuos	102	0,104958402	0,001029004		
Total	103	0,122950359			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	P-Value	Inferior 95%
Intercepción	0,003023478	0,00314589	0,961088218	0,338780622	0,003216381
X	<b>0,778468985</b>	0,1861704	4,181486343	<b>0,00006136</b>	0,409200879

**Grafico regresión año 2013**



### Resumen Regresión 2014

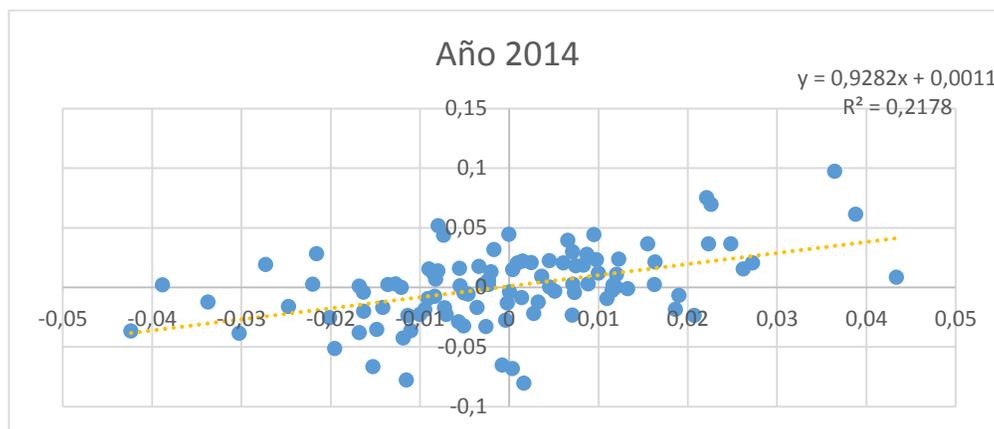
Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,466705789
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,217814294
R <sup>2</sup> ajustado	0,210145807
Error típico	0,0272439
Observaciones	104

### ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,021082166	0,021082166	28,40381484	5,92156E-07
Residuos	102	0,075707468	0,00074223		
Total	103	0,096789634			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	P-value	Inferior 95%
Intercepción	0,001083782	0,002672727	0,405496806	0,685961663	0,004217559
X	<b>0,928238037</b>	0,174169067	5,329522947	0,0000006	0,582774519

Grafico regresión año 2014



#### **XIV BIBLIOGRAFÍA.**

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

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

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

“Estados Financieros Consolidados Intermedios”, sin auditar, Superintendencia de Valores y Seguros, 2013.

“Compañía Cervecerías Unidas S.A: Reseña Anual de Clasificación”, ICR Knowledge and trust, Maricela Plaza, Mayo 2014.

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

“Sector Bebidas: CCU, Andina”, CORPresearch, 22 de julio de 2014.

Sitio web: [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

Sitio web: [www.ccu.cl](http://www.ccu.cl)

Sitio web: [www.bolsadesantiago.cl](http://www.bolsadesantiago.cl)

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

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