



VALORACIÓN COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A.
Mediante Método de Flujo de Caja Libre

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

Alumno: Víctor Manuel Herrera Vásquez
Profesor Guía: Marcelo Gonzalez Araya

Santiago, Agosto 2015

Agradecimientos

En primer lugar agradecemos a Dios por darnos la oportunidad de crecer en nuestras vidas, a nuestras familias, a nuestro profesor guía Marcelo por su buena disposición y al café de la esquina que nos acogió domingo a domingo.

Tabla de Contenidos

Resumen Ejecutivo	05
I) Metodología	06
II) Descripción de la Empresa e Industria	08
1. Descripción de la Empresa	08
2. Descripción de la Industria	18
III) Descripción del Financiamiento de la Empresa	21
IV) Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa	22
V) Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa	23
1. Determinación Beta de la Acción	23
2. Costo de Capital de la Empresa	26
VI) Análisis Operacional del Negocio e Industria	28
1. Análisis de Crecimiento	28
2. Análisis de Costos de Operación	28
3. Análisis de Cuentas no Operacionales	29
4. Análisis de Activos Operacionales	30
5. Análisis de Activos No Operacionales	31

VII) Proyección de EERR	32
1. Proyección de Ingresos de Operación	32
2. Proyección de Costos de Operación	33
3. Proyección Resultado No Operacional	34
VIII) Proyección de Flujos de Caja Libre	35
1. Supuestos de Proyección	37
IX) Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción	40
X) Conclusiones	41
XI) Bibliografía	54
XII) Anexos	55

RESUMEN EJECUTIVO CCU

Precio Objetivo: CLP 6.084,60

Recomendación: Mantener

Riesgo: Medio

Información Compañía

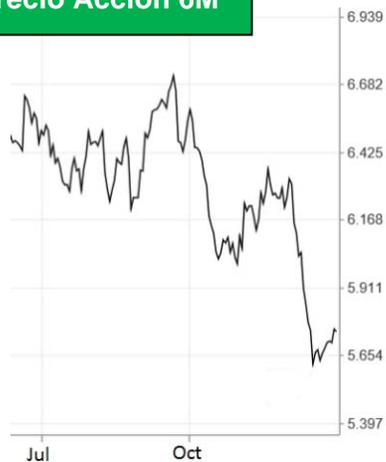
Ticker: CCU CI Equity

Precio cierre: CLP 5.740,70

Acciones (millones): 369,5

Rango 6M: 6.488 – 5.740

Precio Acción 6M



EBITDA Normalizado MMCLP



El presente documento tiene como objetivo obtener el valor económico de Compañía Cervecerías Unidas S.A., empresa chilena productora de bebidas, con amplio portafolio de productos y marcas que la mantienen líder en el mercado nacional.

La valoración de la compañía se realiza mediante el método de descuento de flujo de caja y mediante método de múltiplos, analizando detalladamente la situación financiera, el estado de las operaciones del negocio y las proyecciones de sus resultados en base a las oportunidades futuras del mercado.

Las empresas comparables con las cuales se realizará la valoración están insertas dentro del rubro de alimentos y bebidas, estas son Andina, Viña Concha y Toro y Anheuser-Busch Inbev.

Dentro del plan estratégico de la compañía esta fortalecer el *market share* con especial foco en cervezas y bebidas no alcohólicas, mejorar la eficiencia de los procesos y estructurar la compañía para que pueda operar su estrategia de expansión regional, con presencia en Argentina, Uruguay, Paraguay, Colombia y Bolivia.

Nuestra recomendación está basada en:

- ✓ Plan de inversiones 2015-2018 por 714.348 Millones de pesos
- ✓ Oportunidades de crecimiento inorgánico en la región
- ✓ Aumento de Capital por 326.663 Millones
- ✓ Inestabilidad política y macroeconómica en países donde opera

I. Metodología

La metodología a emplear para determinar el valor de una empresa que se consideró en este trabajo fue el método de Descuento de Flujos de Caja, el cual se detalla a continuación:

Valoración mediante Descuento de Flujos de Caja

El método de valorización mediante flujos de caja descontados es utilizado para valorar un proyecto o una compañía entera, en esta oportunidad evaluaremos los flujos descontados de CCU. Este método determina el valor actual de los flujos de fondos descontándolos a una tasa de costo de capital (WACC).

La fórmula matemática de este modelo es la siguiente:

$$\text{Valor de un activo} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Flujo}_t}{(1+r)^t}$$

De la formula anterior, podemos observar que el valor de una empresa se determina principalmente a raíz de cuatro factores:

1. La propia capacidad de generación de flujos
2. El crecimiento esperado de los flujos
3. La extensión del periodo en el cual se generan los flujos
4. El riesgo (y por ende la tasa de descuento) de los flujos

Dado lo anterior, el valor de una compañía se obtiene proyectando los flujos que se espera que produzca la compañía en un periodo de tiempo razonable de acuerdo a la industria en que se encuentre operando la compañía. La proyección de flujos se realiza en base a estimaciones de las diferentes líneas del estado de resultado de la compañía, en donde las más importantes son: Ventas – Costos Directos – Gastos de Fabricación – Gastos de Administración – Depreciación – Impuestos – Capital de trabajo – Inversiones futuras en activos fijo.

II. Descripción de la Empresa e Industria

1. Descripción de la Empresa

La firma elegida para el desarrollo del presente informe, corresponde a la Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU), la cual corresponde a una sociedad anónima abierta, cuyas acciones son transadas en los mercados bursátiles de Chile y en la Bolsa de Valores de Nueva York.

CCU corresponde a una compañía diversificada de bebestibles y confites, con operaciones principalmente en Chile y Argentina, la cual participa en los negocios de cervezas, pisco, ron, vino, sidra, gaseosas, néctares, aguas envasadas, bebidas funcionales y confites. Actualmente CCU presenta un importante plan de crecimiento la cual la llevará a tener presencia en la mayoría de países de América Latina.

El variado portafolio de productos la Compañía incluye marcas propias, licenciadas e importadas, manteniendo contratos de licencia *y/o joint ventures* con Heineken Brouwerijen B.V., Anheuser-Busch Incorporated, PepsiCo Inc., Paulaner Brauerei AG, Schweppes Holdings Limited, Guinness Brewing Worldwide Limited, Société des Produits Nestlé S.A. y Alimentos Nutra Bien.

Se puede señalar que CCU ha presentado buenos resultados y un crecimiento importante durante los últimos años, mostrando fuerte presencia a nivel internacional, adjudicándose importantes contratos y grandes inversiones. La empresa es competitiva en el mercado de la mayoría de los productos que comercializa, lo cual es un atractivo factor para los potenciales inversionistas de esta empresa, por otra parte, en el último tiempo la empresa se ha encontrado con una competencia en crecimiento, principalmente en el segmento de las cervezas, en donde Cervecerías Chile (CCH) ha tenido un crecimiento importante en la participación de mercado desde que Anheuser-Busch InBev pasa a formar parte de sus controladores, iniciando una guerra de precios importante que lleva a frenar el crecimiento de CCU, impactando en dos variables fundamentales: Ventas y Precio.

Como una compañía diversificada de bebestibles y confites, con operaciones en Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia y Colombia, CCU participa en los negocios de cervezas, pisco, ron, vino, sidra, gaseosas, néctares, aguas envasadas, bebidas funcionales y confites.

CCU cuenta con más de 6.889 trabajadores y produce anualmente más de 21.9 millones de hectolitros de bebestibles, atendiendo a más de 330.000 clientes en Chile, Argentina, Uruguay y Paraguay.

Razón Social: Compañía Cervecerías Unidas S.A.

RUT: 90.413.000-1

Nemotécnico: CCU

Industria: CCU pertenece a la industria de consumo masivo

Regulación: Dentro de los organismos reguladores de CCU se encuentran:

- ✓ Servicio de Impuestos Internos (SII)
- ✓ Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)
- ✓ Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF)
- ✓ Banco Central de Chile
- ✓ Instituto Nacional de Estadísticas, entre otros

FILIALES DE CCU

CERVEZAS	CERVECERA CCU CHILE LIMITADA
	CERVECERIA AUSTRAL S.A.
	CERVECERÍA BELGA DE LA PATAGONIA S.A.
	COMPAÑIA CERVECERA KUNSTMANN S.A.
	COMPAÑIA CERVECERIAS UNIDAS ARGENTINA S.A.
	COMPAÑIA INDUSTRIAL CERVECERA S.A.
	SIDRA LA VICTORIA S.A.

BEBIDAS Y AGUAS	AGUAS CCU-NESTLE CHILE S.A.
	BEBIDAS CCU-PEPSICO SPA
	BEBIDAS DEL PARAGUAY (*)
	DISTRIBUIDORA DEL PARAGUAY S.A. (*)
	EMBOTELLADORAS CHILENAS UNIDAS S.A.
	MANANTIAL S.A.
	MILLAHUE S.A.
	NEW ECUSA S.A.

VINOS	DON ENRIQUE PEDRO S.A.
	DOÑA AIDA S.A.
	FINCA EUGENIO BUSTOS S.A.
	FINCA LA CELIA S.A. (*)
	VIÑA ALTAIR S.A.
	VIÑA DEL MAR DE CASABLANCA S.A.
	VIÑA SAN PEDRO TARAPACA S.A.
	VIÑA SANTA HELENA S.A.
	VIÑA VALLES DE CHILE S.A. (*)
	VIÑAS ORGANICAS S.P.T. S.A.
	VITIVINICOLA DEL MAIPO S.A.
	VSPT LIMITED

LICORES	COMPAÑÍA PISQUERA BAUZÁ S.A.
	COMPAÑÍA PISQUERA DE CHILE S.A.
ALIMENTOS	ALIMENTOS NUTRABIEN S.A.
	FOODS COMPAÑIA DE ALIMENTOS CCU S.A.

SERVICIOS DE APOYO	COMERCIAL CCU S.A.
	COMERCIAL PATAGONA LIMITADA
	CRECCU S.A.
	FABRICA DE ENVASES PLASTICOS S.A.
	LOS HUEMULES S.R.L.
	MARZUREL S.A.
	MILOTUR S.A.
	PROMARCA S.A.
	SÁENZ BRIONES Y CÍA. S.A.I.C.
	TRANSPORTES CCU LIMITADA
	VENDING Y SERVICIOS CCU LIMITADA

INVERSIÓN	ANDRIMAR S.A.
	CCU CAYMAN LIMITED
	CCU INVERSIONES II LIMITADA
	CCU INVERSIONES S.A.
	CCU INVESTMENTS LIMITED
	CORALINA S.A.
	INVERSIONES INVEX CCU DOS LIMITADA
	INVERSIONES INVEX CCU LIMITADA
	INVERSIONES INVEX CCU TRES LIMITADA
	SAINT JOSEPH INVESTMENTS LIMITED
	SOUTH INVESTMENTS LIMITED
	SOUTHERN BREWERIES ESTABLISHMENT

CCU cuenta con variadas filiales que forman parte del *holding*, en donde las hemos clasificado de acuerdo a su operación en Cervezas – Bebidas y Aguas – Vinos – Licores – Alimentos – Servicio de Apoyo – Inversión. Dentro de las más importantes se encuentran las siguientes que veremos en detalle:

CERVECERA CCU CHILE LIMITADA

La actividad principal de la empresa es la elaboración, envasado, compra, venta, importación y exportación de todo tipo de bebidas alcohólicas y analcohólicas en general, aguas minerales, néctares, jugos, concentrados, artículos de plástico y sus derivados, materias primas, productos elaborados, partes, piezas, envases de todo tipo y de otros bienes corporales muebles que digan relación con la industria de las bebidas en general y del plástico; la elaboración, comercialización, importación y exportación de alimentos de cualquier clase u origen; la producción, elaboración, envasado, importación, exportación y comercialización de toda clase de alimentos; la explotación de negocios y/o establecimientos destinados al expendio y comercialización de las bebidas y alimentos antes referidos y de bienes corporales muebles en general, como supermercados, restaurantes, cafeterías y pubs, ya sea por sí o a través de terceros; el transporte y distribución de esos productos o bienes, ya sea en el mismo estado o transformados.

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

EMBOTELLADORAS CHILENAS UNIDAS S.A.

La elaboración, envase, compra, venta, distribución, importación y exportación de toda clase de bebidas alcohólicas, analcohólicas, aguas minerales, jugos, néctares, concentrados, mermeladas, así como toda clase de productos y artículos alimenticios, ya sea por cuenta propia y/o ajena, y tomar representaciones nacionales y/o extranjeras; (ii) la compra, venta, arrendamiento, y en general la adquisición y enajenación de bienes raíces corporales e incorporeales y la realización de toda clase de negocios inmobiliarios; (iii) la inversión, compra, venta, arrendamiento, y en general la adquisición y enajenación de bienes muebles, tanto corporales como incorporeales, incluyendo opciones de compra y

venta de acciones, acciones, bonos, debentures, planes de ahorro, cuotas de fondos mutuos, cuotas o derechos en sociedades, y otros valores mobiliarios, instrumentos financieros y efectos de comercio en general, como asimismo de marcas comerciales y demás privilegios y/o derechos de propiedad industrial;

VIÑA SAN PEDRO TARAPACA S.A.

La sociedad tiene por objeto la producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación por cuenta propia o ajena, de toda clase de productos agrícolas, en especial de los vitivinícolas; la producción, industrialización, comercialización, distribución, importación y exportación, por cuenta propia o ajena, de toda clase de bebidas, sean éstas vinos, licores, cervezas, o de cualquier naturaleza, alcohólicas o analcohólicas y de las materias primas de las mismas, el aprovechamiento industrial y comercial de los subproductos y derivados de los artículos que anteceden; la prestación de servicios relacionados con los mismos rubros; la representación de empresas nacionales y extranjeras, la distribución y comercialización de los productos nacionales o importados de los bienes anteriormente mencionados y de productos alimenticios en general.

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

COMPAÑIA PISQUERA DE CHILE S.A.

El objeto de la sociedad es la (i) Producción, compra, venta, distribución, importación, exportación y comercialización de bebidas alcohólicas y analcohólicas, especialmente pisco, y las materias primas necesarias para su elaboración, de envases de todo tipo y de otros bienes muebles, materiales e inmateriales, que digan relación con la industria de bebidas alcohólicas y analcohólicas, así como la realización de inversiones en sociedades dedicadas al objeto antes señalado, siempre que tales inversiones no se efectúen en sociedades o personas jurídicas de otra naturaleza relacionadas a alguno de los accionistas; y (ii) en general, la sociedad podrá realizar todos los actos y celebrar todos los contratos que sean necesarios o conducentes a la realización del objeto social previsto.

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

Hechos Relevantes CCU

Los siguientes hechos fueron informados por Compañía Cervecerías Unidas S.A., en carácter de esenciales, a la Superintendencia de Valores y Seguros y Bolsas de Valores.

Con fecha 6 de marzo de 2013: Se informó que el Directorio de Compañía Cervecerías Unidas S.A., en su Sesión celebrada el 6 de marzo de 2013, acordó proponer a la próxima Junta Ordinaria de Accionistas el reparto de un dividendo definitivo de \$37.150.684.595 correspondiente al 32,47% de las utilidades líquidas distribuibles del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2012, que implica un reparto por acción de \$ 116,64160. Este dividendo es de carácter mixto, ya que se compone de: a) una porción de dividendo mínimo obligatorio y b) un dividendo adicional. La utilidad líquida del referido ejercicio fue de \$ 114.432.732.511. Este dividendo definitivo se propondrá pagar a contar del día 19 de abril de 2013 a los accionistas que se encontraban inscritos en el registro respectivo a la media noche del quinto día hábil anterior a dicha fecha, esto es el 13 de abril de 2013.

Con fecha 27 de mayo de 2013: Se informó que el Directorio de Compañía Cervecerías Unidas S.A. en su Sesión celebrada el día 26 de mayo de 2013, la unanimidad de los directores acordó citar a Junta extraordinaria de accionistas a celebrarse el 18 de junio de 2013, con el objeto de proponer a los accionistas aumentar el capital social en un monto de \$ 340.000.000.000.- De aprobarse el aumento de capital en la junta citada, los recursos que se obtengan provenientes del mismo, se destinarán a financiar la expansión que contempla la estrategia de CCU, vía crecimiento orgánico (actuales negocios) e inorgánico (nuevos negocios), buscando preservar la solidez financiera del balance de la Compañía.

Con fecha 21 de junio de 2013: Se informó que el Directorio de Compañía Cervecerías Unidas S.A. en su Sesión de Directorio celebrada el día 18 de junio de 2013, se acordó proceder a la materialización de la emisión de 51.000.000 acciones y solicitar su inscripción en Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros. En la misma sesión, el Directorio facultó a la administración para analizar y evaluar la colocación

de las acciones en el extranjero mediante el registro de los derechos y opciones que le corresponden a los *American Depositary Receipts* (ADR's) que CCU tiene registrados actualmente en la New York Stock Exchange de los Estados Unidos de América. Con esta fecha, la administración ha acordado con JP Morgan, Deutsche Bank, Citigroup y Goldman, Sachs & Co, su intervención como agentes colocadores internacionales, siendo el primero de ellos el banco líder. Asimismo, contrató al Estudio Milbank, Tweed, Hadley & McCloy LLP como asesores legales en los Estados Unidos. Adicionalmente, se informa que para la colocación en el mercado chileno se contrató a Larraín Vial Corredores de Bolsa y Banchile Citi, y al Estudio Claro & Compañía como asesores legales.

Con fecha 13 de septiembre de 2013: Se informó en relación al aumento de capital aprobado por la 46ª Junta Extraordinaria de Accionistas de CCU celebrada el 18 de junio pasado: En Sesión de Directorio celebrada el día 12 de septiembre, la unanimidad de los directores acordó fijar en \$6.500 (seis mil quinientos pesos), el precio de suscripción de las 51.000.000 acciones representativas del aumento de capital acordadas emitir por la Junta Extraordinaria de Accionistas celebrada el 18 de junio de 2013, de acuerdo a las facultades conferidas por la referida Junta. Tal como se informó mediante aviso publicado en el Diario Estrategia el día 30 de agosto de 2013, el período de opción preferente para suscribir las acciones se inicia el día 13 de septiembre de 2013.

Con fecha 13 de septiembre de 2013: En cumplimiento de lo dispuesto en los artículos N°9 e inciso 2 del artículo 10 de la ley 18.045 de la NCG 30 y de la Circular N° 3.775 de la SVS se informa que con fecha 13 de septiembre de 2013, se colocaron por medio del mecanismo denominado "Subasta de un Libro de Órdenes", de acuerdo con lo dispuesto en la Sección 2.4 A del Manual de Operaciones de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, 22.583.797 acciones de pago de CCU, a un precio de \$ 6.500 por acción, con los siguientes segmentos de adjudicación: ADR:8.581.842 acciones (38,00% del total de la oferta); -Segmento Fondo de Pensiones: 8.355.995 acciones (37,00% del total de la oferta); - Segmento Inversionistas Institucionales Extranjeros (*Long Only* y *Hedge Funds*) y Fondos Soberanos: 2.710.044 acciones (12,00% del total de la oferta); Segmento Compañías de Seguros de Vida, Fondos Mobiliarios, Fondos Mutuos y otros Institucionales Locales: 1.806.692 acciones (8,00% del total de la oferta); Segmento

Super NIMS: 338.753 acciones (1,50% del total de la oferta); - Segmento NIMS: 338.750 acciones (1,50% del total de la oferta); y – Segmento Retail: 451.721 acciones (2,00% del total de la oferta). El monto total recaudado en el remate fue de \$ 146.795 millones, habiéndose recibido una demanda por \$ 750.067 millones, a un precio de corte de \$ 6.650 por acción. El precio de colocación de \$ 6.500 por acción daría lugar a una recaudación total de \$ 331.500 millones en caso que se suscriba al término del período de opción preferente, que es el 12 de octubre de 2013, la totalidad de las 51.000.000 acciones emitidas con cargo a este aumento de capital. Actuaron como agentes colocadores J.P. Morgan Corredores de Bolsa SpA, Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa y Banchile Corredores de Bolsa S.A. En cumplimiento de lo dispuesto por la circular N°1.375 de la Superintendencia y en relación a lo indicado precedentemente, se informa que con esta misma fecha se ha procedido a dar curso a la emisión de 4.290.921 nuevos ADS's representativos de 8.581.842 acciones de CCU, debidamente singularizadas en el segmento "ADR", los que fueron íntegramente colocados por J.P. Morgan Securities LLC, Citigroup Global Markets Inc., Deutsche Bank Securities Inc., Goldman, Sachs & Co. Entre inversionistas extranjeros, de conformidad con lo acordado en el *Underwriting Agreement* suscrito con fecha 12 de septiembre de 2013 entre los agentes mencionados precedentemente y CCU. El precio de colocación de los ADS's fue de US\$ 26,00.

Con fecha 03 de diciembre de 2013: Informa Dividendo Provisorio N° 246: en Sesión de Directorio N° 2056, celebrada el día 3 de diciembre de 2013, se acordó con cargo a las utilidades del presente ejercicio, el reparto de un Dividendo Provisorio N° 246 de \$ 63 por acción, ascendiendo el monto total a repartir a \$ 23.278.680.936. El pago de este dividendo se hará a contar del día 10 de enero de 2014, a los accionistas que se encuentren inscritos en el Registro de Accionistas de la Compañía el día 4 de enero de 2014.

Dentro de los hechos relevantes de CCU, se encuentra la muerte de Guillermo Antonio Luksic Craig el 27 de marzo de 2013. Guillermo era el segundo de los cinco hermanos Luksic. Dado su deceso, el mayor de los hermanos, Andrónico Luksic Craig tomó control de la compañía y al poco tiempo se comienza a visualizar el cambio de mando y la forma en que CCU enfrentará las oportunidades futuras en el mercado, una de las acciones para

cumplir este objetivo fue la salida anticipada de 12 gerentes de la compañía, quienes fueron reemplazados por ejecutivos de la firma, esto en palabras de Patricio Jottar, Gerente General de CCU (pulso.cl, 2013): *“Detrás de estas decisiones adoptadas por el Directorio, está la determinación de la compañía de adelantarse adecuadamente a los desafíos y oportunidades futuras del mercado, otorgándole a CCU la plataforma ejecutiva, financiera y operacional que se requiere”*.

Principales accionistas

PRINCIPALES ACCIONISTAS	%
INV Y RENTAS S A	53,20%
J P MORGAN CHASE BANK SEGUN CIRCULAR	14,60%
BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	8,40%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS	8,00%
INV IRSA LTDA	6,80%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRAN	2,30%
BANCO SANTANDER-HSBC BANK PLC LONDON	0,70%
AFP PROVIDA S A PARA FDO PENSION C	0,70%
BANCHILE C DE B S A	0,60%
AFP PROVIDA S A FONDO TIPO D	0,30%

2. Descripción de la Industria

Las principales empresas comparables con CCU, para efectos de evaluación son las siguientes:

Embotelladora Andina

Nombre de la Empresa: Embotelladora Andina

Ticker o Nemotécnico: ANDINA-A / ANDINA-B

Clase de Acción: Categoría AA+ con Tendencia Estable. La solvencia y Líneas de Bonos N° 254 (Serie B1 y B2); N° 422 (Serie A); N° 640 (Serie A y B) y; N° 641 (Serie C) de EMBOTELLADORA ANDINA S.A.

Mercado donde Transa sus acciones: Bolsa de Santiago – 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, atendiendo territorios franquiciados con casi 55 millones de habitantes, en los que entregó más de 4.250 millones de litros de bebidas gaseosas, jugos y aguas embotelladas en 2013.

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.

Negocios en que se encuentra: Coca-Cola Andina se encuentra dentro del rubro Alimenticias y Bebidas y dentro de los negocios que esta posee, se destacan: Embotelladora, Multivending, Aguas, Transportes.

Viña Concha y Toro S.A.

Nombre de la Empresa: Viña Concha y Toro S.A.

Ticker o Nemotécnico: Conchatoro

Clase de Acción: Primera Clase Nivel 1

Derechos de cada Clase: Pendiente

Mercado donde Transa sus acciones: Bolsa de Comercio

Descripción de la Empresa (*profile*): Viña Concha y Toro es la mayor empresa productora y exportadora de vinos de Chile. Está integrada verticalmente y opera viñedos propios, plantas de vinificación y de embotellado. Posee la más extensa red propia de distribución de vinos de Chile. La compañía también opera en Argentina a través de Trivento y en Estados Unidos mediante Fetzer.

En los últimos años, ha mostrado un crecimiento sostenido, siendo el líder indiscutido de la industria chilena. La compañía ha penetrado los principales mercados externos - alcanzando 135 países-, donde goza de alto reconocimiento y preferencia. La compañía tiene filiales en los países nórdicos, Brasil, Singapur y Reino Unido. Durante el 2011 se asoció con su importador de Estados Unidos para comercializar los vinos de Concha y Toro y Trivento más algunas marcas de Fetzer.

Negocios en que se encuentra: Concha y Toro está presente en el negocio vitivinícola.

Anheuser-Busch Inbev

Nombre de la Empresa: Anheuser-Busch Inbev SA,

Filial en Chile: Cervecerías Chile (CCH)

Ticker o Nemotécnico: NYSE (New York): BUD (ADR)

Clase de Acción: Solo existen acciones comunes

Mercado donde Transa sus acciones: Bélgica, Euronext, EE.UU., ADR en NYSE

Descripción de la Empresa (*profile*): Anheuser-Busch InBev es una compañía que cotiza en bolsa (Euronext: ABI) con sede en Lovaina, Bélgica, con *American Depositary Receipts* en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: BUD). Es la cervecera líder a nivel mundial y uno de los cinco mayores compañías de productos de consumo del mundo. Cerveza, la red social original, ha sido unir a las personas durante miles de años y nuestra cartera de más de 200 marcas de cerveza continúa forjando fuertes conexiones con los consumidores.

Negocios en que se encuentra: InBev está presente en el negocio de consumo masivo de bebidas alcohólicas principalmente, con presencia en algunos países de América del Sur de bebidas no alcohólicas, es por esto que los resultados de la compañía están segmentados por territorio.

III. Descripción del Financiamiento de la Empresa

CCU al término del periodo financiero 2014 cuenta con dos bonos vigentes, estos son:

- N° 415 del 13/06/2005 Bono Serie E
- N° 573 del 23/03/2009 Bono Serie H

En anexo se presenta la información detallada de estos bonos (Bono Serie E – Bono Serie H)

IV. Estimación de la estructura de capital de la empresa

Deuda Financiera de la Empresa (UF)

A continuación se presenta la información correspondiente a la deuda financiera de la empresa desde el año 2010 a 2014 en UF

Año	2010	2011	2012	2013	2014
Deuda Financiera	11.366.703,72	11.616.078,79	11.558.158,20	11.293.701,68	8.115.159,72

Patrimonio Económico de la empresa (UF)

A continuación se presenta la información correspondiente al patrimonio económico de la empresa desde el año 2010 a 2014 en UF

Año	2010	2011	2012	2013	2014
Patrimonio Económico	82.061.931,59	94.179.232,41	106.000.522,39	99.788.266,24	86.132.964,79

Estructura de Capital Objetivo

Con respecto a la estructura de capital objetivo, se presenta cuadro con la información desde el año 2010 al 2014

Año	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
B/V	0,12	0,11	0,10	0,10	0,09	0,10
P/V	0,88	0,89	0,90	0,90	0,91	0,90
B/P	0,14	0,12	0,11	0,11	0,09	0,12

V. Estimación del Costo Patrimonial de la empresa

1. Determinación Beta de la Acción

Utilizando los retornos semanales de CCU desde Enero del año 2008 hasta diciembre del 2014 y con la misma información del proxy IGPA, se calculó el Beta patrimonial de la acción de CCU, en donde podemos observar que cuenta con un *p-value* significativo, el valor del beta de CCU para los años comenzando del 2010 al 2014 es el siguiente

Año	2010	2011	2012	2013	2014
Beta de la Acción	1,1119	0,6492	0,5395	0,9250	0,9922
p-value (significancia)	0,000001%	0,00002%	0,0018%	0,00049%	0,0000009%
Presencia Bursátil	99,44%	100%	100%	100%	100%

Respecto de la presencia bursátil ⁽¹⁾ podemos observar que desde el 2011 que tiene un 100%, quedando solamente el año 2010 con un porcentaje ínfimamente menor de un 99,44%

(1) Se considerarán valores de presencia bursátil aquellos que a la fecha de efectuar su determinación, tengan una presencia ajustada igual o superior a 25% o cuenten con un "Market Maker" que actúe en conformidad a la Norma de Carácter General N° 327 de la Superintendencia de Valores y Seguros. Para el cálculo de la presencia ajustada se consideran sólo los días con transacciones por un monto igual o superior a UF 1.000, sobre los últimos 180 días hábiles bursátiles. (Norma de Carácter General N° 327 del 17 de Enero 2012, de la Superintendencia de Valores y Seguros).¹

El costo de Capital de una empresa cobra vital importancia en el modelo de descuento de flujos para valoración de esta, dado que este será el valor por el cual serán descontados los flujos y para su cálculo debemos considerar los siguientes supuestos, principalmente de riesgo de mercado y tasa impositiva del país donde se esta operando.

Supuestos:

- ✓ Tasa libre de riesgo: 1,72% (BCU-30 al 31 de Diciembre de 2014)
- ✓ Premio por riesgo: 5,93%
- ✓ Tasa de impuesto: 25%

Costo de la Deuda (K_b) = 3,68% anual (Tasa de mercado Bono serie H, última transacción 19.08.2013)

Beta de la Deuda (β_b)

$$CAPM = R_f + \beta(PRM)$$

Utilizando el modelo de CAPM, en donde:

- Premio por riesgo de Mercado ($R_m - R_f$)
- R_f = Renta mínima que entrega el mercado por cada peso invertido
- R_m = Rentabilidad promedio del mercado
- β = Sensibilidad que presenta la acción de CCU ante los movimientos que se produzcan en el mercado.

$$(\beta_b) = (0,0368 - 0,0172) / 0,0593 = \mathbf{0,3305}$$

Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$) = 0,9922

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

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

Procederemos a desapalancar el Beta Patrimonial con deuda y se volverá a apalancar con la estructura de capital objetivo, utilizando la fórmula de Rubinstein (1973) para empresa con deuda riesgosa

2. Costo Capital de la Empresa

La siguiente tabla resume la estructura de capital objetivo de CCU:

Año	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
B/V	0,12	0,11	0,10	0,10	0,09	0,10
P/V	0,88	0,89	0,90	0,90	0,91	0,90
B/P	0,14	0,12	0,11	0,11	0,09	0,12

$$(\beta_p^{S/D}) = 0,9485$$

Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$) * con estructura de capital objetivo

$$(\beta_p^{C/D}) = 1,00205$$

Costo Patrimonial (K_p)

$$CAPM = Rf + \beta(PRM)$$

$$(\beta_p^{C/D}) = 1,00205$$

$$(K_p) = 0,0172 + (1,00205 * 0,0593) = 0,076622 = 7,6622\% \text{ anual}$$

Costo de Capital (K_0) = WACC

El cálculo de la tasa de descuento (WACC), para CCU se va a construir mediante la siguiente formula:

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

Los parámetros utilizados para el cálculo de la tasa de descuento son:

K_b = Costo de la deuda financiera, se considera última tasa de mercado del Bono serie H al 19.08.2013

Impuestos, se considera la tasa impositiva vigente en Chile.

P/V = proporción de patrimonio sobre valor

B/V = proporción de deuda sobre valor total de la compañía

K_p = Costo del patrimonio, se calcula en base a método de CAPM

$K_p = 7,6622\%$ anual

$K_b = 3,68\%$ anual

$P/V^* = 0,90$

$B/V^* = 0,10$

$t = 25\%$ anual

$(K_0) = 7,1548\%$ anual

Luego de realizar los cálculos de todos los factores necesarios para determinar la tasa de costo de capital (WACC), esta nos da 7,1548%, la cual será la tasa a la cual se descontarán los flujos proyectados de CCU para obtener su valor final.

VI. Análisis Operacional del Negocio e Industria

1. Análisis de Crecimiento

Tasas de crecimiento reales de las ventas de CCU, industria de bebidas 2010-2014

Tasas de Crecimiento y PIB	2010	2011	2012	2013	2014
% Crecimiento Ventas CCU	8,1%	11,3%	8,3%	9,1%	2,6%
PIB	5,8%	6,0%	5,5%	4,2%	1,9%
% Crecimiento Industria	-1,4%	5,4%	8,9%	-1,4%	-5,6%

Se ha incluido en este cuadro el Producto Interno Bruto (PIB), dado que las tasas de crecimiento de la industria de bebidas y tabacos no se relacionan con las tasas de crecimiento de las ventas de CCU. En cambio, la tendencia del PIB está relacionada de mejor manera con la evolución de las ventas de CCU.

2. Análisis de Costos de Operación

Los principales costos de operación de la compañía son por concepto de:

- Costos directos (principales materias primas: cebada, malta, concentrados, azúcar, envases plásticos, vinos a granel y uvas)
- Materiales y mantenciones
- Remuneraciones
- Transporte y distribución
- Publicidad y promociones
- Arriendos
- Energía

- Depreciaciones y amortizaciones
- Otros gastos

Detalle de los costos de operación por año:

Estado de Resultados Consolidados CCU S.A.	M\$ 2010	M\$ 2011	M\$ 2012	M\$ 2013	M\$ 2014
Costo Directos	(277.401.103)	(327.626.306)	(361.570.855)	(382.645.777)	(433.749.833)
Gastos de Fabricación	(106.411.763)	(122.936.968)	(131.516.392)	(154.050.857)	(170.786.983)
Costos de Comercialización	(74.284.968)	(81.723.656)	(91.742.724)	(102.845.183)	(125.020.803)
Costos de Distribución	(91.060.722)	(109.608.223)	(136.463.790)	(162.920.784)	(176.822.553)
Gastos de Administración	(135.313.093)	(157.031.072)	(177.036.251)	(207.757.578)	(233.759.646)
Otros gastos, por función	(960.196)	(792.393)	(1.756.243)	(1.260.031)	(1.742.406)
Otros Ingresos (Gastos) por Operaciones no recurrentes	6.790.933	(384.107)	0	(2.989.329)	(1.627.499)
Resultado de Operaciones	(678.640.910)	(800.102.725)	(900.086.255)	(1.014.469.540)	(1.148.509.724)
Depreciaciones y Amortizaciones	45.200.819	47.782.003	54.760.120	64.246.496	68.607.566

(*) El monto de depreciaciones y amortizaciones se presenta positivo solo para efectos de distinguir del Resultado de Operaciones.

3. Análisis de Cuentas no operacionales

Las cuentas No Operacionales de CCU S.A están compuestas principalmente por los siguientes conceptos:

- Ingresos Financieros (por instrumentos financieros, obtenidos en forma recurrente)
- Costos financieros (principalmente por prestamos obtenidos, en forma recurrente)
- Diferencias de Cambio (por partidas en moneda extranjera, principalmente cuentas por cobrar, por pagar y obligaciones con bancos, adquiridos de forma recurrente)
- Resultados por unidades de reajuste (principalmente por los bonos emitidos al público en UF, de carácter recurrente debido a que son emisiones a largo plazo)
- Venta de Activo fijo (transacciones recurrentes por política de la empresa).
- Arriendos (transacciones recurrentes por política de la empresa).

- Participaciones en asociadas y negocios conjuntos (en forma recurrente por ser inversiones permanentes).
- Resultados de contratos de derivados (corresponde al *fair value* en la liquidación de contratos de Forward; resultados en forma recurrente por políticas de inversión de la compañía)
- Valor bursátil de valores negociables (corresponde al *fair value* de los contratos forward no liquidados; ; resultados en forma recurrente por políticas de inversión de la compañía)
- Otros (partidas no recurrentes).

A continuación se detallan los Activos Operaciones y no Operacionales de CCU S.A al 31 de diciembre de 2014:

4. Activos Operacionales:

- Efectivo y equivalentes al efectivo: Corresponde principalmente a efectivo en caja, saldos en cuentas corrientes bancarias, depósitos a plazo a 30 días o menos y pactos de retroventa.
- Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar: Corresponde a las cuentas por cobrar a clientes por cada segmento de operación.
- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas: Corresponde principalmente a venta de productos y servicios prestados.
- Inventarios: Corresponde a los inventarios según su naturaleza y grado de avance.
- Activos por impuestos corrientes: Corresponden principalmente a los pagos provisionales mensuales y créditos por impuestos de subsidiarias argentinas.
- Propiedades, planta y equipo: Corresponde principalmente a terrenos, edificios, maquinarias, envases y contenedores y bienes en arrendamiento financiero.
- Activos intangibles distintos de Plusvalía: Corresponde principalmente a marcas comerciales y programas informáticos.

- Activos biológicos: Corresponde principalmente a vides en proceso de formación.

5. Activos No Operacionales:

- Otros Activos Financieros: Corresponde principalmente a Inversión en acciones y Derivados.
- Propiedades de inversión: 20 terrenos, 2 oficinas y 1 departamento.
- Inversiones contabilizadas por el método de la participación: Corresponde principalmente a Inversiones con influencia significativa y negocios conjuntos.
- Plusvalía: Corresponde principalmente a la plusvalía generada por inversiones adquiridas en combinaciones de negocios.

VII. Proyección de EERR

1. Proyección de Ingresos de Operación:

El sector consumo está muy relacionado al crecimiento del PIB, consumo interno e ingreso disponible de cada país, siendo estos una buena señal de como impactarán sus tasas de crecimiento en los volúmenes de ventas de las compañías embotelladoras y distribuidoras de bebidas. No obstante, las tasas de crecimiento de la industria de alimentos y bebidas no se relacionan con el crecimiento de las ventas de CCU (ver tabla de Análisis de Crecimiento).

Dado lo anterior, para efectos de la proyección de Ingresos de operación, se utilizará como *driver* las proyecciones del PIB.

Las proyecciones del PIB para los siguientes años son ⁽²⁾:

- ✓ Año 2015: 2,9%
- ✓ Año 2016: 3,3%
- ✓ Año 2017: 3,5%
- ✓ Año 2018: 3,5%

² Fuente: Informe Finanzas públicas, Gobierno Central, Diario La Tercera 11/06/2015

2. Proyección Costos de Operación:

- Costos Directos (de materias primas): Dado que, por políticas de la empresa ⁽³⁾ el aumento de los costos en las materias primas *commodities* y el aumento de los impuestos no recuperables dada la reforma tributaria, son absorbidos en el precio de venta de los productos, los costos directos se proyectarán en función del promedio 2010-2014 del ratio “Costos Directos/Ingresos por venta”.
- Además, CCU mantiene una política de cobertura del riesgo de tipo de cambio mediante contratos Forward de moneda, debido a que aproximadamente el 70% de las materias primas están indexadas a otra divisa. Esto permite anular el efecto del tipo de cambio, y proyectar los costos directos en función de la venta, según lo señalado anteriormente.
- Costos de distribución: en función del promedio 2010-2014 del ratio “Costos de Distribución/Ingresos por venta”.
- Costos de Comercialización: en función del promedio 2010-2014 del ratio “Costos de Comercialización/Ingresos por venta”.
- Gastos de Fabricación: en función del promedio 2010-2014 del ratio “Gastos de Fabricación/Ingresos por venta”.
- Gastos de administración: en función del promedio 2010-2014 del ratio “Gastos de Administración/Ingresos por venta”.

A continuación se presentan los cálculos para la proyección de los Costos de operación:

Proyección Costos de Operación	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Costo Directos	33,09%	33,79%	33,61%	31,96%	33,42%	33,18%
Gastos de Fabricación	12,69%	12,68%	12,23%	12,87%	13,16%	12,73%
Costos de Comercialización	8,86%	8,43%	8,53%	8,59%	9,63%	8,81%
Costos de Distribucion	10,86%	11,31%	12,69%	13,61%	13,62%	12,42%
Gastos de Administracion	16,14%	16,20%	16,46%	17,35%	18,01%	16,83%

³ Memoria Anual 2014, pág. 27

3. Proyección Resultado no Operacional:

- Ingresos Financieros: en función del promedio 2010-2014 del ratio “Ingresos financieros/Resultado Operacional”.
- Costos Financieros: en función del promedio 2010-2014 del ratio “Costos financieros/Resultado Operacional”.
- Diferencia de Cambio: se proyectará con valor \$0, debido a que la política de inversiones financieras de CCU contempla la cobertura del riesgo de moneda extranjera con contrato de Forward.
- Resultado por unidades de reajuste: se proyectará con valor \$0, debido a que la política de inversiones financieras de CCU contempla la cobertura del riesgo de inflación con contratos de Forward.
- Otras Ganancias o pérdidas: se proyectará con valor \$0 ya que corresponde al resultado de los contratos de derivados de cobertura de moneda extranjera y UF. Por ende, se asume que los contratos de derivados señalados son 100% eficaces y netean la volatilidad en resultados.
- Otros Ingresos, por función: se proyecta en base al promedio de los últimos 3 años, como ingresos fijos, principalmente por arriendos y ventas de activo fijo.

En base a la información resultante de la sección anterior, se procede a proyectar los resultados futuros de CCU para los próximos 5 años (2015 a 2019), en UF al 31.12.2014

Estado de Resultados Consolidados Proyectados					
CCU S.A.	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E
Ingresos de actividades ordinarias	54.233.236	56.022.933	57.983.735	60.013.166	62.113.627
Costo Directos	(17.991.953)	(18.585.688)	(19.236.187)	(19.909.453)	(20.606.284)
Margen Directo	36.241.283	37.437.245	38.747.549	40.103.713	41.507.343
Gastos de Fabricación	(6.901.263)	(7.129.004)	(7.378.519)	(7.636.767)	(7.904.054)
Ganancia Bruta	29.340.020	30.308.241	31.369.029	32.466.945	33.603.288
Costos de Comercialización	(4.777.072)	(4.934.715)	(5.107.430)	(5.286.190)	(5.471.207)
Costos de Distribucion	(6.734.199)	(6.956.427)	(7.199.902)	(7.451.899)	(7.712.715)
Gastos de Administracion	(9.128.462)	(9.429.701)	(9.759.741)	(10.101.331)	(10.454.878)
Otros ingresos, por función	128.968	128.968	128.968	128.968	128.968
Otros gastos, por función	0	0	0	0	0
Otros Ingresos (Gastos) por Operaciones no recurrentes	0	0	0	0	0
Resultado de Operaciones	8.829.256	9.116.366	9.430.924	9.756.493	10.093.456
Ingresos Financieros	362.963	374.766	387.697	401.081	414.934
Costos financieros	(867.091)	(895.287)	(926.179)	(958.152)	(991.244)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la	0	0	0	0	0
Diferencia de cambio	0	0	0	0	0
Resultados por Unidades de Reajuste	0	0	0	0	0
Otras Ganancias (Perdidas)	0	0	0	0	0
Ganancia (Perdida) antes de Impuesto	8.325.129	8.595.845	8.892.443	9.199.423	9.517.146
Gasto (Ingreso) por Impuesto a las Ganancias	(2.081.282)	(2.148.961)	(2.223.111)	(2.299.856)	(2.379.287)
Ganancia (pérdida) del ejercicio	6.243.846	6.446.884	6.669.332	6.899.567	7.137.860

VIII. Proyección de flujo de Caja Libre

FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO (UF) CCU S.A.	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	Perpetuidad
Ingresos de actividades ordinarias	54.233.236	56.022.933	57.983.735	60.013.166	62.113.627	62.113.627
Costo Directos	(17.991.953)	(18.585.688)	(19.236.187)	(19.909.453)	(20.606.284)	(20.606.284)
Margen Directo	36.241.283	37.437.245	38.747.549	40.103.713	41.507.343	41.507.343
Gastos de Fabricación	(6.901.263)	(7.129.004)	(7.378.519)	(7.636.767)	(7.904.054)	(7.904.054)
Ganancia Bruta	29.340.020	30.308.241	31.369.029	32.466.945	33.603.288	33.603.288
Costos de Comercialización	(4.777.072)	(4.934.715)	(5.107.430)	(5.286.190)	(5.471.207)	(5.471.207)
Costos de Distribución	(6.734.199)	(6.956.427)	(7.199.902)	(7.451.899)	(7.712.715)	(7.712.715)
Gastos de Administración	(9.128.462)	(9.429.701)	(9.759.741)	(10.101.331)	(10.454.878)	(10.454.878)
Otros ingresos, por función	128.968	128.968	128.968	128.968	128.968	128.968
Otros gastos, por función	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos (Gastos) por Operaciones no recurrentes	0	0	0	0	0	0
Resultado de Operaciones	8.829.256	9.116.366	9.430.924	9.756.493	10.093.456	10.093.456
Ingresos Financieros	362.963	374.766	387.697	401.081	414.934	414.934
Costos financieros	(867.091)	(895.287)	(926.179)	(958.152)	(991.244)	(991.244)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la	0	0	0	0	0	0
Diferencia de cambio	0	0	0	0	0	0
Resultados por Unidades de Reajuste	0	0	0	0	0	0
Otras Ganancias (Perdidas)	0	0	0	0	0	0
Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto	8.325.129	8.595.845	8.892.443	9.199.423	9.517.146	9.517.146
Gasto (Ingreso) por Impuesto a las Ganancias	(2.081.282)	(2.148.961)	(2.223.111)	(2.299.856)	(2.379.287)	(2.379.287)
Ganancia (pérdida) del ejercicio	6.243.846	6.446.884	6.669.332	6.899.567	7.137.860	7.137.860
AJUSTES						
(+) Depreciación / Amortización	2.785.856	2.785.856	2.785.856	2.785.856	2.785.856	2.785.856
(-) Otros ingresos, por función (después de impuesto)	(96.726)	(96.726)	(96.726)	(96.726)	(96.726)	(96.726)
(-) Ingresos Financieros (después de impuesto)	(272.223)	(281.075)	(290.773)	(300.811)	(311.200)	(311.200)
(+) Costos financieros (después de impuesto)	650.318	671.465	694.634	718.614	743.433	743.433
Flujo de Caja Bruto	9.311.073	9.526.405	9.762.324	10.006.500	10.259.223	10.259.223
(-) Variación en Capital de Trabajo	(285.516)	(312.814)	(323.762)	(335.094)	0	0
(-) CAPEX	(8.896.378)	(11.186.051)	(5.529.559)	(3.394.634)	(2.785.856)	(2.785.856)
Flujo de Caja Libre	129.178	(1.972.460)	3.909.003	6.276.772	7.473.366	7.473.366

1. Supuestos de Proyección

Depreciación y Amortización de Intangibles: Se considera constante para todos los años en proyección en base a la última depreciación y amortización registrada en la nota 10 de los estados financieros

Inversión en reposición y nuevas inversiones: Corresponde al CAPEX de la empresa ⁽⁴⁾, para los años 2015 al 2018, manteniendo constante el 2019, la inversión en reposición igual a la depreciación del último año, en cuanto a las nuevas inversiones se considera que el 2019 CCU obtiene el equilibrio en su plan de inversión.

A continuación se presenta el detalle

Segmento	MM\$				UF			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Chile	88.363	202.928	76.851	34.965	3.588.039	8.240.028	3.120.587	1.419.777
Rio de la Plata	32.081	35.716	24.183	20.594	1.302.671	1.450.272	981.967	836.233
Vinos	17.583	6.656	8.024	7.819	713.970	270.271	325.820	317.496
Otros	81.065	30.180	27.119	20.222	3.291.699	1.225.479	1.101.185	821.128
Total	219.092	275.480	136.177	83.600	8.896.378	11.186.051	5.529.559	3.394.634

Inversión en Capital de trabajo operativo neto (CTON): Se realizó bajo el siguiente cálculo:

CTON = Existencias + Cuentas por Cobrar – Cuentas por Pagar

Donde:

Cuentas por Cobrar: Considera principalmente a los Deudores Comerciales y las Cuentas por Cobrar entre empresas del holding que no consolidan con la matriz. En este último caso las transacciones realizadas corresponden a compras y ventas de productos y prestación de servicios

Cuentas por Pagar: Considera principalmente a los proveedores y las Cuentas por Pagar entre empresas del holding que no consolidan con la matriz. En este último caso las transacciones realizadas corresponden a compras y ventas de productos y prestación de servicios

El cálculo se efectuó con los balances del 31.12.2010 al 31.12.2014

⁴ Memoria anual 2014 CCU, página 25

Posteriormente calculamos el retorno sobre el capital de trabajo operativo neto (RCTON) como porcentaje sobre el ingreso por venta de cada año respectivamente determinando un promedio, el cual aplicamos a los ingresos proyectados en el flujo de caja según la siguiente formula:

$$\text{Inversión en Capital de Trabajo} = \text{RCTON} \cdot (\text{Ventas}_{t+1} - \text{Ventas}_t)$$

También se calcula el CTON en días de venta, para evaluar si la empresa presenta un exceso o un déficit en capital de trabajo de acuerdo a sus necesidades estimadas en el año 2015, lo cual nos indica que tenemos un déficit de capital de trabajo para la proyección del presente trabajo

A continuación se detalla la tabla de cálculo del capital de trabajo operativo neto:

ACTIVO CORRIENTE	2010	2011	2012	2013	2014		
Existencias	108.353.258	128.535.184	141.910.972	153.085.845	175.179.189		
Cuentas por Cobrar	153.013.546	193.065.252	204.570.870	211.504.047	238.602.893		
Cuentas por Cobrar EERR	6.833.634	9.895.877	9.611.990	9.610.305	11.619.118		
Valores negociables	2.328.952	3.943.959	1.380.474	4.468.846	6.483.652		
PASIVO CORRIENTE	2010	2011	2012	2013	2014		
Cuentas por Pagar	135.391.623	166.203.620	165.392.448	183.508.115	203.782.805		
Cuentas por Pagar EERR	7.428.103	7.985.452	8.013.545	7.286.064	10.282.312		
CTON	125.380.712	157.307.241	182.687.839	183.406.018	211.336.083		
Ingreso por Ventas	838.258.327	969.550.671	1.075.689.894	1.197.226.510	1.297.966.299		
RCTON (% de ventas)	15,0%	16,2%	17,0%	15,3%	16,3%	15,95%	Promedio
CTON (dias venta)	54	58	61	55	59	57	Promedio

En la siguiente tabla se evidencia la necesidad de capital de trabajo para el año 2015 E:

Año	Necesidad CTON
2015 E	8.652.012
2014	8.581.444
Déficit CTON	-70.568

Activos Prescindibles: Bajo nuestro análisis, encontramos los siguientes activos prescindibles los cuales deben ser sumados al Valor Económico de los activos para efectos de determinar el Valor Económico del patrimonio:

ACTIVOS PRESCINDIBLES AL 31 DE DICIEMBRE DE 2014	M\$	UF
Plusvalía	86.779.903	3.523.756
Propiedades de Inversión	7.917.613	321.500
Activo no corriente mantenido para venta	758.760	30.810
Otros activos financieros, no corriente	343.184	13.935
Inversiones contabilizadas por método de la participación	31.998.620	1.299.326
Efectivo y efectivo equivalente	214.774.876	8.721.079
Total	342.572.956	13.910.406

A continuación se presenta la Deuda Financiera de CCU al 31 de diciembre de cada año:

UF	2010	2011	2012	2013	2014
Deuda Financiera	11.366.703,72	11.616.078,79	11.558.158,20	11.293.701,68	8.115.159,72

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

A continuación se presenta la forma de cálculo del valor económico del patrimonio de CCU, de acuerdo a la siguiente formula:

+ Valor Económico de los Activos: Valor presente de los flujos de caja libre más valor terminal.

+/-Exceso (déficit) en Capital de Trabajo

+ Activos Prescindibles

-Deuda Financiera

-Deuda Subordinada (si está en cuentas por pagar)

= Patrimonio Económico

Item	UF	M\$
Valor Económico Activos	85.568.083	2.107.293.734
Activos Prescindibles	13.910.406	342.572.956
Exceso (déficit) en CT	-70.568	-1.737.889
Deuda Financiera	8.115.160	199.852.850
Valor Económico Patrimonio	91.292.761	2.248.275.951

Según el modelo de descuento de flujo de caja, el precio objetivo calculado de la acción de CCU asciende a: \$ 6.084,60

X. Conclusiones

Nuestro estudio nos permitió determinar para la valoración por método de descuento de flujo de caja un precio objetivo de \$ 6.084,60 y mediante valorización por método de múltiplos un rango de precios objetivo que fluctúa entre \$ 5.581,81 y \$ 7.344,30.

Con respecto a la valoración por descuento de flujo de caja, determinamos que la recomendación es Mantener, debido a que la empresa se encuentra efectuando una estrategia de inversión considerable para lo que estima un plan de inversiones 2015-2018 por 714.348 millones de pesos, con el objetivo de generar nuevas plantas de producción, aumentar la capacidad y construir nuevos centros de distribución. Todo esto alineado con el plan estratégico de la compañía, en donde se busca fortalecer el *market share* con especial foco en cervezas y bebidas no alcohólicas, mejorar la eficiencia de los procesos y estructurar la compañía para que pueda operar su estrategia de expansión regional, con presencia en Argentina, Uruguay, Paraguay, Colombia y Bolivia. Como contraparte, actualmente en los países en que opera existe una fuerte inestabilidad política y macroeconómica, una alta inflación en países como Argentina, y políticas restrictivas por parte de las autoridades, como por ejemplo la reforma tributaria que se está implementando en Chile, todo esto ha llevado a un menor consumo, traducido en un menor volumen de ventas debido a que la política de la compañía ha sido transferir los mayores impuestos al precio de venta de los productos.

Lo anterior resulta razonable al comparar el precio por acción obtenido con el precio de cierre de la acción de CCU al 31.12.2015, el cual fue de **\$ 5.740,70**.

XI. Bibliografía

1. MAQUIEIRA, C. "Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica". Editorial Andrés Bello, 2013.
2. GONZALEZ, M. Apuntes del Taller de Valoración de empresas. Universidad de Chile, 2014.
3. CONTRERAS, C. Apuntes de Valoración de Empresas. Universidad de Chile, 2012.
4. Memorias Anuales CCU 2014-2010.
5. Memoria Anual Andina S.A 2014.
6. Memoria Anual ABInBev S.A 2014.
7. Press Release ABInBev 2014.
8. Memoria Anual Viña Concha y Toro S.A
9. Estados financieros formato 20-F CCU, 2014.
10. Bolsa de Santiago. (www.bolsadesantiago.com)
11. Diario Pulso. (www.pulso.cl)
12. Diario La Tercera. (www.latercera.com)
13. Yahoo Finance (finance.yahoo.com)
14. Corp Research (www.corpbancainvertiones.cl)

XII. Anexos

Bono Serie E	Observaciones
Nemotécnico	415
Fecha de Emisión	13-06-2005
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01-12-2024
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (k_d)	4% anual
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	40 semestres; 20 años
Tabla de Pagos	Se adjunta en archivo Excel
Periodo de Gracia	No tiene periodo de gracia.
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Pasivos
Clasificación de Riesgo	Fitch AA+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,52% anual
Precio de venta el día de la emisión.	UF 1.911.760
Valor de Mercado	UF 1.911.760 (bajo la par).

Bono Serie H	Observaciones
Nemotécnico	573
Fecha de Emisión	23-03-2009
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-03-2030
Tipo de Bono	Francés
Tasa Cupón (kd)	4,25% anual
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42 semestres; 21 años
Tabla de Pagos	Se adjunta en archivo Excel
Periodo de Gracia	No tiene periodo de gracia. Devuelve el capital desde el año 11 en adelante.
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Pasivos
Clasificación de Riesgo	Feller rate AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	4,26% anual
Precio de venta el día de la emisión.	UF 1.998.957
Valor de Mercado	UF 1.998.957 (bajo la par).