



UNIVERSIDAD DE CHILE  
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS

VALORACIÓN DE EMPRESA COMPAÑÍA DE CERVECERÍAS UNIDAS S.A. (CCU)  
MÉTODO: FLUJO DE CAJA DESCONTADO

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN  
FINANZAS

Alumno: Diego Ignacio Rubio Astete

Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin

Santiago, Chile. Julio 2020

## Índice Secciones

Resumen Ejecutivo .....	5
1. Principales Métodos de Valoración .....	6
1.1 Modelo de descuento de dividendos .....	6
1.2 Método de Flujos de Caja Descontados .....	7
1.3 Método de múltiplos .....	8
2. Descripción de la Empresa e Industria .....	10
2.1 Datos de la Empresa .....	10
2.2 Descripción de la Industria y Negocio .....	10
Tabla 1: Volumen de producción CCU en Miles de Hectolitros .....	11
Tabla 2: Evolución Ingresos y EBITDA por Segmento de Negocios CCU .....	11
2.3 Filiales y Coligadas .....	12
2.4 Gobierno Corporativo y Estructura de Propiedad .....	13
Tabla 3: Principales 12 Accionistas Dic-19 .....	13
2.5 Regulación .....	14
2.6 Empresas Comparables .....	14
3. Financiamiento Vía Bonos de la Empresa .....	15
Tabla 4: Bonos Vigentes CCU .....	15
4. Estructura de Capital de la Empresa .....	15
4.1 Deuda Financiera .....	15
Tabla 5: Deuda Financiera 2015-2019 .....	16
4.2 Patrimonio Económico .....	16
Tabla 6: Patrimonio Económico 2015-2019 .....	16
4.3 Estructura de Capital .....	16
Tabla 7: Estructura de Capital 2015-2019 .....	16
Tabla 8: Estructura de Objetivo .....	17
5. Estimación del Costo de Capital de la Empresa .....	17
5.1 Beta Patrimonial .....	17
Tabla 9: Beta de acción 2015-2019 .....	17
5.2 Costo de la Deuda ( $kd$ ) .....	18
5.3 Beta de la Deuda ( $\beta d$ ) .....	18
5.4 Beta Patrimonial Sin Deuda ( $\beta s/d$ ) .....	18
5.5 Beta Patrimonial Con Deuda ( $\beta pc/d$ ) .....	18
5.6 Costo Patrimonial ( $kp$ ) .....	19

5.7 Costo de Capital ( <b>k0</b> ) .....	19
6. Análisis Operacional del Negocio e Industria .....	19
6.1 Crecimiento de la Industria.....	19
Tabla 10: Participación de Mercado 2016-2019.....	19
Tabla 11: Ventas principales competidores 2015-2019 .....	20
6.2 Análisis Operacional del Negocio .....	20
Tabla 12: Ingresos, Costos, GAVs y EBITDA por Segmentos de Operación 2015-2019 .....	21
6.3 Análisis de Costos de Operación .....	21
6.4 Análisis de Cuentas No Operacionales.....	22
Tabla 13: Resultado No Operacional 2015-2019 .....	22
6.5 Análisis de Activos .....	22
Tabla 14: Inversiones en Asociadas 2015-2019 .....	23
7. Proyección Estado de Resultados .....	24
7.1 Proyección de Ingresos de Operación.....	24
Tabla 15: Crecimiento de Ingresos por Segmento de Operación 2015-2019.....	24
Tabla 16: Proyecciones principales indicadores Macroeconómicos .....	24
Tabla 17: Tasas de crecimiento de ingresos proyectados.....	25
Tabla 18: Proyección Ingresos por Segmento de Operación 2020-2024 .....	25
7.2 Proyección de Costos de Operación .....	25
Tabla 19: Margen Operacional 2015-2019.....	26
Tabla 20: Plan de Inversiones 2020-2024. Memoria Anual 2019.....	26
Tabla 21: PPE & Depreciaciones 2015-2019 .....	26
Tabla 22: PPE & Depreciaciones 2015-2019 .....	27
Tabla 23: Proyección Margen Operacional 2020-2024.....	27
7.3 Proyección Resultado No Operacional .....	27
Tabla 24: Proyección Otros Ingresos y Ganancias 2020-2024.....	28
Tabla 25: Crecimiento Resultado No Operacional 2015-2019 .....	28
Tabla 26: Proyección Resultado No Operacional 2020-2024 .....	28
7.4 Resultados Antes de Impuestos .....	28
Tabla 27: Proyección Resultado Antes de Impuestos 2020-2024 .....	28
7.5 Resultados Después de Impuestos .....	29
7.6 Estado de Resultados Proyectado .....	29
Tabla 29: Proyección Estado de Resultado Después de Impuestos 2020-2024 .....	29
8. Proyección Flujo de Caja Libre .....	29

8.1 Determinación Flujo de Caja Bruto .....	29
Tabla 30: Flujo de Caja Bruto Proyectado 2020-2024 .....	30
8.2 Determinación Flujo de Caja Libre.....	30
Tabla 31: PPE, Incremento PPE & Depreciación 2015-2019 .....	30
Tabla 32: Inversión en Reposición Proyectado 2020-2024.....	30
Tabla 33: Nuevas Inversiones en base a Plan de Inversiones CCU 2019 (2020-2024) .....	30
Tabla 34: Capital de Trabajo 2015-2019.....	31
Tabla 35: Inversión en Capital de Trabajo Proyectado 2020-2024.....	31
Tabla 36: Flujo de Caja Libre Proyectado 2020-2024 .....	32
8.3 Valoración Económica de la Empresa y Precio de la Acción.....	32
Tabla 37: Valor Presente Flujo de Caja Libre Proyectado 2020-2024.....	33
Tabla 38: Activos Prescindibles 2019 .....	33
Tabla 39: Precio Acción Estimado dic-19.....	33
Tabla 40: Precio Acción Estimado/Real dic-19 .....	33
9. Conclusiones.....	34
10. Anexos .....	35
Anexo 1: Deuda Financiera Corriente y No corriente 2018-2019.....	35

## **Resumen Ejecutivo**

El presente trabajo tiene como finalidad entregar una valoración económica de la empresa Compañía de Cervecerías Unidas S.A. (“CCU”), empresa fundada en el año 1850 cuyo giro es la producción, embotellación, venta y distribución de diversas bebidas, tanto alcohólicas como no alcohólicas. CCU mantiene operaciones en 6 países de Latinoamérica (Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia y Colombia) y exportaciones de vino a más de 80 países.

El método de valoración a realizar corresponde a Flujos de Caja Descontados, proceso que requiere de una revisión de los Estados Financieros de la empresa, que en nuestro caso corresponderán a los periodos 2015 a 2019 para luego ser proyectados hasta el año 2024.

Se considerarán antecedentes fundamentales de la empresa como la industria en que opera, principales competidores, segmentación de negocios, estrategia de financiamiento y estructura de capital, para posteriormente exponer los supuestos de proyección.

Es fundamental definir una estructura de capital objetivo, ya que permitirá definir un Costo de Capital (WACC), que en nuestro caso es igual a 4,81%, tasa con la descontaremos los flujos proyectados para definir un precio de acción.

Conforme al descuento de los flujos proyectados, determinamos que el patrimonio de la empresa tiene un valor económico de MUF 109.626 a diciembre de 2019, por lo que, considerando el número de acciones suscritas y pagadas, el precio de la acción estimado es de CLP 7.948, un 7,8% mayor al precio de la acción de cierre a esa fecha. La estimación evidencia un potencial de crecimiento de la acción de acuerdo con sus EEFF y los supuestos de proyecciones.

Este resultado nos permite concluir que la acción se encuentra en niveles acorde a sus EEFF y que, de adquirirla y/o mantener una posición de compra, nos debiese entregar un retorno correspondiente a un 7,8% en un horizonte de tiempo cercano.

## 1. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de 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.

Es relevante mencionar que, en la presente valoración se utilizará el **Método de Flujos de Caja Descontados**.

### 1.1 Modelo de descuento de dividendos

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

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que 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<sub>p</sub>= 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.

---

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

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

Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante  $g$ , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

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

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

## 1.2 Método de Flujos de Caja Descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, 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, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, 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>3</sup> Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

<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.

### **1.3 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)
- 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)

---

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

## **2. Descripción de la Empresa e Industria**

### **2.1 Datos de la Empresa**

La empresa por valorar en el presente trabajo es la Compañía de Cervecerías Unidas S.A. (CCU), empresa fundada en el año 1850 cuando en Valparaíso se funda la primera fábrica de cervezas en Chile.

La compañía se encuentra inscrita en la Comisión del Mercado Financiero (CMF) bajo el rut 90.413.000-1 y en la Bolsa de Comercio de Santiago donde transa sus acciones al público bajo el nemotécnico “CCU”.

### **2.2 Descripción de la Industria y Negocio**

La industria de bebestibles ha mantenido un crecimiento sostenible a lo largo del tiempo. Las grandes cerveceras a nivel mundial se han caracterizado por generar una amplia oferta de marcas, ampliando su público objetivo a distintas edades y grupos socioeconómicos. Se caracteriza por mantener una alta barrera de entrada a nuevos competidores, principalmente por la importante inversión en infraestructura y canales de distribución.

A nivel mundial, la industria se encuentra liderada por dos grandes compañías cerveceras: Anheuser-Busch InBev y Heineken. Ambas han dominado el mercado a través de fusiones, adquisiciones y Joint Ventures. En el año 2016, AB InBev anunció la adquisición de Sab Miller, consolidándose como la mayor cervecería del mundo, dejando a Heineken como el segundo mayor actor a nivel mundial.

En el mercado chileno, ambas compañías participan a través de AB InBev Chile (ex Cervecerías Chile) y CCU, respectivamente.

CCU es una empresa multicategoría de bebestibles, que se dedica tanto a la producción, embotellación, venta y distribución de diversas bebidas, tanto alcohólicas como no alcohólicas. Mantiene operaciones en 6 países de Latinoamérica (Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia y Colombia) y exportaciones de vino a más de 80 países.

La compañía define 3 Segmentos de Operación: Negocios en Chile, Internacionales y Vinos.

- Chile: Cervezas, bebidas no alcohólicas, licores y Unidades Estratégicas de Servicio (“UES”)<sup>6</sup>.
- Negocios Internacionales: Cervezas, sidras, bebidas no alcohólicas y licores en los mercados de Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay.
- Vinos: Mercado en Chile y Argentina, y la exportación a más de 80 países.

En 2019, CCU marcó un hito histórico al superar los 30 millones de hectolitros de bebestibles (+6,5% CAGR 2002-2019), manteniendo 32 plantas de producción, 42 centros de distribución y 805.000 puntos de venta directos e indirectos, con más de 8.900 colaboradores.

---

<sup>6</sup> Proporcionan servicios compartidos a toda la organización, de forma centralizada, a fin de captar las sinergias entre las diferentes unidades.

Tabla 1: Volumen de producción CCU en Miles de Hectolitros

Volumen (Miles de Hectolitros)	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR <sub>15-19</sub>
Chile	16.882	17.643	17.863	18.868	19.802	4,1%
Internacionales	5.697	5.752	6.726	8.273	8.899	11,8%
Vinos	1.348	1.388	1.431	1.389	1.395	0,9%
<b>Total</b>	<b>23.927</b>	<b>24.783</b>	<b>26.020</b>	<b>28.530</b>	<b>30.096</b>	<b>5,9%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Memorias Anuales CCU

La operación de la compañía se centra en Chile, representando más del 64% de sus ingresos, seguido del negocio internacional con un 25% y vinos con un 12%. A diciembre de 2019, la compañía alcanza ventas por MUF 64.724 y un EBITDA de MUF 11.926 a nivel consolidado, representando un CAGR de 2,5% y 11,8% respectivamente entre los años 2015-2019.

Tabla 2: Evolución Ingresos y EBITDA por Segmento de Negocios CCU

MUF		2015	2016	2017	2018	2019	CAGR <sub>15-19</sub>
Chile	Ingresos	35.327	37.942	39.218	40.380	41.348	4,0%
	EBITDA	5.488	8.228	9.273	9.673	9.472	14,6%
Internacionales	Ingresos	15.890	14.080	17.240	17.611	16.495	0,9%
	EBITDA	834	1.246	2.278	10.413	1.660	18,8%
Vinos	Ingresos	7.422	7.662	7.657	7.516	7.540	0,4%
	EBITDA	1.174	1.684	1.199	1.114	1.360	3,8%
Otros	Ingresos	44	-380	-507	-609	-660	-
	EBITDA	127	-347	-500	-748	-566	-
<b>Total</b>	<b>Ingresos</b>	<b>58.683</b>	<b>59.303</b>	<b>63.609</b>	<b>64.897</b>	<b>64.724</b>	<b>2,5%</b>
	<b>EBITDA</b>	<b>7.622</b>	<b>10.811</b>	<b>12.251</b>	<b>20.453</b>	<b>11.926</b>	<b>11,8%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Memorias Anuales CCU

En sus más de 170 años, la compañía ha mantenido un sólido crecimiento orgánico e inorgánico. En su gestión mantiene funciones corporativas, servicios compartidos entre filiales y sinergias de producción entre todos sus segmentos, permitiendo generar y potenciar un crecimiento orgánico sostenible durante el tiempo. En los últimos años, la compañía ha realizado exitosas operaciones de fusiones y adquisiciones en distintos países, siendo la más reciente en el año 2015 la entrada a Colombia mediante un Joint Venture con la colombiana Postobón S.A.

## 2.3 Filiales y Coligadas

La compañía cuenta con 189 filiales (89 en Chile y 108 en el extranjero) y 242 coligadas (118 en Chile y 124 en el extranjero), mediante las cuales produce, envasa, distribuye y comercializa en los mercados en que participa. Dentro de las principales, destacan:

### Chile

- Cervecera CCU Chile Limitada (“Cervecería CCU”)  
Cuenta con cuatro plantas productivas en las ciudades de Santiago, Temuco, Valdivia y Punta Arenas, elaborando un amplio portafolio de productos. Dentro de sus marcas propias cuenta con Cristal, Escudo, Royal Guard, entre otras.  
En cerveza cuenta con las marcas propias Cristal, Escudo, Royal Guard, entre otras. Adicionalmente, produce y comercializa bajo licencia las cervezas Heineken, Sol, Coors, Blue Moon y Tecate.
- Embotelladoras Chilenas Unidas S.A. (“ECUSA”)  
Cuenta con dos plantas productivas en las ciudades de Antofagasta y Santiago, produciendo las bebidas azucaradas de CCU. Dentro de sus marcas destacan Bilz, Pap, Kem y bajo la licencia de PepsiCo, Inc. y Schweppes Holding Limited explota las marcas explota las marcas Pepsi, 7Up, Mirinda, Gatorade, Crush, Canada Dry, entre otras. Junto a Watt’s S.A. participa en “Promarca S.A.” en partes iguales para la producción de las marcas Watt’s, Yogu Yogu, Shake a Shake y Frugo.
- Aguas CCU-Nestlé Chile S.A. (“Aguas CCU”)  
Se embotellan aguas purificadas, saborizadas y minerales bajo las marcas Nestlé Pure Life, Cachantun, Porvernir y Manantial (bajo su filial Mantantial S.A.). Adicionalmente, esta filial importa la marca mineral Perrier.
- Compañía Pisquera de Chile S.A. (“CPCh”)  
En categorías de pisco y cócteles, esta filial posee las marcas Mistral, Campanario, Horcón Quemado, entre otros.  
Cuenta con cinco plantas productivas en la IV Región. Cada una de las cuales cumple un rol, en términos de vinificación, destilación y envasado.  
En la categoría de Ron, la filial cuenta con las marcas Sierra Morena y Cabo Viejo. Adicionalmente, actúa como distribuidor exclusivo de las marcas Havana Club, Jameson, Ballantine’s, Absolut, entre otras, marcas pertenecientes a la multinacional francesa Pernod Ricard.

### Internacionales

- Compañía Cervecerías Unidas Argentinas S.A. (“CCU Argentina”)  
Presente con múltiples categorías en el mercado Argentino, con bebidas alcohólicas y no alcohólicas.
- Bebidas Bolivianas BBO S.A. (“BBO”)  
Presente con categoría de cervezas, bebidas no alcohólicas y bebidas en base a malta. Cuenta con dos plantas, ubicadas en Santa Cruz de la Sierra y Warnes.

## Vinos

- Viña San Pedro de Tarapacá S.A. (“VSPT”)  
Elabora vinos y espumantes, los cuales son comercializados en el mercado nacional y extranjero, exportando a más de 80 países. VSPT Wine Group está formado por las viñas seis viñas en Chile y dos en Argentina.

## Asociadas y Negocios Conjuntos

- Cervecería Austral S.A. (Austral)  
CCU participa en partes iguales con Maltexco S.A. en la propiedad de esta sociedad que produce, vende y distribuye cerveza Austral en Chile. En 2019, Austral inauguró su nuevo centro de distribución con tecnologías no contaminantes en la región de Magallanes.
- Central Cervecera de Colombia S.A.S. (“CCC”)  
En noviembre de 2014, CCU mediante un acuerdo en conjunto con el Grupo Postobón constituyeron esta filial para la elaboración, comercialización y distribución en dicho país de cervezas y bebidas no alcohólicas en base a malta. Además, cuenta con un contrato exclusivo para la distribución de las marcas Heineken, Coors, Tecate y Sol.

## 2.4 Gobierno Corporativo y Estructura de Propiedad

CCU es controlada por Inversiones y Rentas S.A. (“IRSA”) al poseer el 60% de participación accionaria, a su vez es controlada por el grupo Quiñenco S.A. y Heineken Chile Ltda. El 40% restante es transado en los mercados accionarios de Chile y Nueva York a través de ADRs.

Tabla 3: Principales 12 Accionistas Dic-19

<b>Principales Accionistas al 31-12-2019</b>	<b>Nº Acciones</b>	<b>% Propiedad</b>
Invs y Rentas S.A.	196.421.725	53,16%
JP Morgan Chase Bank Según Circular	74.605.267	20,19%
Inv IRSA Ltda	25.279.991	6,84%
Banco de Chile por cta de Terceros no Residentes	22.331.157	6,04%
Banco Itaú Corpbanca por cta de Inv. Extranjeros	15.075.151	4,08%
Banco Santnader por cta de Inv. Extranjeros	13.418.453	3,63%
BANCHILE C de B S.A.	2.320.860	0,63%
Banco de Chile por cuenta de Citi NA NY Client	1.741.694	0,47%
Banco de Chile por cuenta de Citi NA London Client	1.412.497	0,38%
Banco de Chile por cuenta de CEP Luxembourg Client	1.409.503	0,38%
Banco Santander-HSBC Bank PLC London Client	1.383.491	0,37%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	1.237.912	0,34%

*Fuente: Elaboración propia en base a CMF<sup>7</sup>*

El directorio está compuesto por 9 miembros, elegidos para ejercer el cargo durante tres años y con posibilidad de ser reelegidos indefinidamente.

<sup>7</sup> Comisión para el Mercado Financiero. Principal regulador del Mercado de Valores en Chile.

La compañía está comprometida con el desarrollo sustentable de sus operaciones, incentivando prácticas de cuidado medioambiental desde el año 2010. Esto último le ha permitido ingresar al Dow Jones Sustainability Index de Chile, obtener premios de reputación corporativa y diversos reconocimientos en las categorías en que participa.

## 2.5 Regulación

CCU S.A., en su carácter de sociedad anónima abierta se encuentra regulada por:

- Comisión para el Mercado Financiero (CMF).
  - Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores.
  - Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas y su Reglamento contenido en el Decreto Supremo N° 702 del Ministerio de Hacienda.

Mientras que en su calidad de emisor de American Depositary Receipts (“ADRs”):

- Securities and Exchange Commission (SEC).
  - Securities Exchange Act (1934).
- New York Stock Exchange (NYSE).

Por filiales y giro de negocios (En Chile).

- Bebidas no alcohólicas.
  - Reglamento Sanitario de los Alimentos según DL N°977 del Ministerio de Salud de 1997.
- Cervezas y Vinos.
  - Ministerio del Interior – Subsecretaría del Interior.
    - Ley N° 19.925 sobre expendio y consumo de bebidas alcohólicas.
  - Ministerio de Agricultura.
    - Ley N° 20.332 sobre producción, elaboración y comercialización de alcoholes etílicos, bebidas alcohólicas y vinagres, para adecuar sus disposiciones a compromisos internacionales adquiridos por Chile y perfeccionar sus mecanismos de fiscalización.

Así como también todas las regulaciones locales de los países en que participa.

## 2.6 Empresas Comparables

Se considerarán las dos grandes empresas competidoras de CCU en Chile:

### **AB InBev Chile**

La internacional AB InBev con sede en Bélgica, es una de las cerveceras líderes a nivel mundial manteniendo una cartera de más de 200 marcas de cerveza, destacan marcas como Budweiser, Corona y Stella Artois. En Chile, inició sus operaciones en el año 1991 bajo el nombre de Cervecería Chile, en donde a la fecha ya mantiene una operación de 1 millón de hectolitros anuales, representando aproximadamente un 28% del mercado chileno.

### **Embotelladora Andina S.A. – Coca-Cola Embonor S.A.**

La multinacional estadounidense *The Coca-Cola Company* mantiene su operación por medio de franquicias, autorizando a distintos embotelladores para que produzcan y distribuyan sus

productos. En Chile, la compañía mantiene una participación relevante a través de dos embotelladores: Embotelladora Andina y Coca-Cola Embonor, quienes cuentan con las licencias para producir y comercializar productos de la franquicia.

Embotelladora Andina se dedica hace 76 años a la producción de bebidas bajo la licencia de *The Coca-Cola Company*, en Chile, Brasil, Argentina y Paraguay. Es una de las tres mayores embotelladoras de la marca (detrás de 2 embotelladoras mexicanas). Mientras que CoCa-Cola Embonor tiene una historia de 57 años en la producción de bebidas, en Chile y Bolivia.

### 3. Financiamiento Vía Bonos de la Empresa

La compañía mantiene en vigencia 2 líneas de bonos:

Tabla 4: Bonos Vigentes CCU

Bono	H	J
Nemotécnico	BCERVH	BCERVJ
Fecha de Emisión	23-03-2009	28-06-2018
Valor Nominal (VN o D)	2.000.000	3.000.000
Moneda	UF	UF
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-03-2030	10-08-2043
Tipo de Bono	Francés	Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	4,25%	2,90%
Periodicidad	Semestral	Semestral
Número de pagos (N)	40	50
Periodo de Gracia	-	24,5 años 75%
Motivo de la Emisión	Refinanciar pasivos	Refinanciar pasivos / 25% Plan de inversiones
Clasificación de Riesgo	AA /AA(FR/ICR)	AA+/AA+ (Fitch/ICR)
Tasa de colocación el día de la emisión ( $k_b$ )	2,14%	2,90%

*Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual 2019 CCU*

Para efectos del cálculo del Costo de Capital, se considerará la información del **Bono J** ya que corresponde al de más largo plazo.

### 4. Estructura de Capital de la Empresa

#### 4.1 Deuda Financiera

CCU mantiene una política de financiamiento acorde a sus operaciones, en donde las nuevas inversiones son financiadas principalmente del flujo operacional y de la contratación de nuevos créditos, velando por una estructura que minimice los costos de capital, plazos y

niveles de endeudamiento. Estas políticas son controladas a través de indicadores de endeudamiento y cobertura de gastos financieros, entre otros.

A diciembre de 2019, la Deuda Financiera asciende a MUF 11.725, compuesta principalmente por obligaciones con el público y préstamos bancarios:

Tabla 5: Deuda Financiera 2015-2019

<b>MUF</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Otros Pasivos Financieros (corriente)	1.722	2.537	2.007	2.284	2.429
Otros Pasivos Financieros (no corriente)	5.363	4.487	6.030	8.304	9.296
<b>Deuda Financiera</b>	<b>7.085</b>	<b>7.023</b>	<b>8.037</b>	<b>10.588</b>	<b>11.725</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*

#### 4.2 Patrimonio Económico

Es calculado de acuerdo con el número de acciones suscritas y pagadas al cierre de cada año y al precio de la acción de diciembre del año correspondiente:

Tabla 6: Patrimonio Económico 2015-2019

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Nº Acciones	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872
Precio Acción (CLP)	7.840	6.995	9.228	8.916	7.370
Pat. Económico (MMCLP)	2.896.903	2.584.673	3.409.588	3.294.340	2.723.236
Valor UF (CLP)	25.533	26.287	26.700	27.479	28.159
<b>Pat. Económico (MUF)</b>	<b>113.457</b>	<b>98.326</b>	<b>127.699</b>	<b>119.888</b>	<b>96.711</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*

#### 4.3 Estructura de Capital

Conforme a la información presentada, la estructura de capital de CCU es la siguiente:

Tabla 7: Estructura de Capital 2015-2019

<b>MUF</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Deuda Financiera (B)	7.085	7.023	8.037	10.588	11.725
Patrimonio Económico (P)	113.457	98.326	127.699	119.888	96.711
Valor de la Empresa (V)	120.542	105.349	135.737	130.476	108.435
B/V	5,88%	6,67%	5,92%	8,12%	10,81%
P/V	94,12%	93,33%	94,08%	91,88%	89,19%
B/P	6,24%	7,14%	6,29%	8,83%	12,12%

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*

Se definirá la estructura de capital objetivo de la empresa en base a estadísticas descriptivas históricas:

Tabla 8: Estructura de Objetivo

2015-2019	B/V	P/V	B/P
<b>Promedio</b>	<b>7,48%</b>	<b>92,52%</b>	<b>8,13%</b>
Mediana	6,67%	93,33%	7,14%
Desv. Std	2,07%	2,07%	2,47%
Mín	5,88%	89,19%	6,24%
Máx	10,81%	94,12%	12,12%

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*

En base a que la empresa no presenta una desviación estándar importante y que la mediana es similar al promedio, se utilizará el promedio de los 5 años como estructura de capital objetivo para el cálculo del costo de capital de B/P igual a **8,13%**

## 5. Estimación del Costo de Capital de Capital de la Empresa

### 5.1 Beta Patrimonial

Con el objetivo de conocer el beta patrimonial de CCU, se procede a obtener la serie histórica de los precios accionarios semanales (precio de cierre del día viernes) de la empresa desde el 3 de enero de 2014 al 27 de diciembre de 2019. Como referencia de mercado se utilizará el índice accionario IGPA.

El modelo a emplear para obtener el beta patrimonial es el siguiente:

$$R_i = a + \beta^{C/D} R_i^m + \varepsilon_i$$

En donde los retornos son calculados como:

$$R_i = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1$$

Se obtendrá un beta para cada año, utilizando un horizonte de tiempo de dos años (104-105 retornos semanales). En la Tabla 9 se resumen los resultados obtenidos, añadiendo además el beta de Bloomberg, correspondiente a la relación que se detalla a continuación:

$$\beta^{bloomberg} = \beta^{acción} * 0,66 + 0,34$$

Tabla 9: Beta de acción 2015-2019

	2015	2016	2017	2018	2019
Beta acción	1,14	1,37	0,92	0,57	0,52
Beta acción Bloomberg*	1,09	1,24	0,95	0,72	0,68
P-value	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%
Nº de Observaciones	104	105	105	104	104

*Fuente: Elaboración propia. Precios accionarios obtenidos en Bolsa de Comercio de Santiago.*

Para el cálculo del costo de capital, se definirá como beta patrimonial ( $\beta^{c/d}$ ) el obtenido en el periodo 2019 de Bloomberg igual a 0,68. Se considera esta cifra por el comportamiento a la baja del beta, tomando como supuesto que este debiese estar cercano a 1.

## 5.2 Costo de la Deuda ( $k_d$ )

Para determinar el costo de la deuda se considera una tasa libre de riesgo igual a 0,8% (BCU-30 a diciembre de 2019) y un premio por riesgo de mercado de 6,5% conforme a Damodaran.

Respecto al costo de la deuda, se utilizará la TIR del bono de mayor madurez de la compañía a la fecha de 31 de diciembre de 2019, correspondiente al Bono Serie J. Fue inscrito en el registro de valores el 28 de junio 2018 por un total de UF 3 millones, con vencimiento al 10 de agosto de 2043, con una tasa cupón de 2,9%, y una YTM que asciende a 1,43% al 31 de diciembre de 2019.

## 5.3 Beta de la Deuda ( $\beta_d$ )

Conforme a la información presentada en el apartado anterior, se obtiene el  $\beta_d$  a través del modelo CAPM.

$$\begin{aligned} k_d &= r_f + PRM * \beta_d \\ 1,43\% &= 0,8\% + 6,5\% * \beta_d \\ \beta_d &= 0,10 \end{aligned}$$

## 5.4 Beta Patrimonial Sin Deuda ( $\beta^{s/d}$ )

Dado que el costo de la deuda es mayor a la tasa libre de riesgo, se considera que el beta patrimonial obtenido anteriormente (0,68) es riesgoso, por lo que utilizando la teoría de Rubinstein (1973) se procede a desapalancar el beta:

$$\beta^{c/d} = \beta^{s/d} * \left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}\right) - \beta_{deuda} * (1 - t_c) * \frac{B}{P}$$

Se considerará la tasa de impuestos efectiva promedio entre los años 2018 y 2019 igual a un 25,62% y la estructura de capital promedio entre los mismos años igual a un 12,12%.

$$\begin{aligned} 0,68 &= \beta^{s/d} * (1 + (1 - 25,62\%) * 12,12\%) - 0,09 * (1 - 27\%) * 12,12\% \\ \beta^{s/d} &= 0,63 \end{aligned}$$

## 5.5 Beta Patrimonial Con Deuda ( $\beta_p^{c/d}$ )

De acuerdo a los antecedentes anteriores, se calcula el beta patrimonial considerando la estructura de capital objetivo de CCU definida de **8,13%**. Respecto a la tasa de impuesto, se utiliza la teórica de un 27% conforme al Servicio de Impuestos Internos de Chile.

$$\begin{aligned} \beta_p^{c/d} &= \beta^{s/d} * \left(1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}\right) - \beta_{deuda} * (1 - t_c) * \frac{B}{P} \\ \beta_p^{c/d} &= 0,63 * (1 + (1 - 27\%) * 8,13\%) - 0,09 * (1 - 27\%) * 8,13\% \\ \beta_p^{c/d} &= 0,66 \end{aligned}$$

## 5.6 Costo Patrimonial ( $k_p$ )

Conforme al modelo CAPM se calcula la tasa de costo patrimonial:

$$\begin{aligned}K_p &= R_f + \beta_p^{c/d} * PRM \\K_p &= 0,8\% + 0,66 * 6,5\% \\K_p &= 5,11\%\end{aligned}$$

## 5.7 Costo de Capital ( $k_0$ )

Considerando los antecedentes anteriores y los ratios B/V y P/V objetivos, se calcula el Costo de Capital Promedio de CCU:

$$\begin{aligned}K_0 &= k_b * (1 - t_c) * \frac{B}{V} + k_p * \frac{P}{V} \\K_0 &= 1,43\% * (1 - 27\%) * 7,5\% + 4,49\% * 92,5\% \\K_0 &= 4,81\%\end{aligned}$$

## 6. Análisis Operacional del Negocio e Industria

### 6.1 Crecimiento de la Industria

La industria de bebestibles en Chile pasa por un cambio de preferencias en los consumidores. En los últimos 10 años, las aguas y cervezas han aumentado su gesta per cápita, mientras que el consumo de bebidas azucaradas ha disminuido, en línea con el creciente interés por estilos de vida más saludables. Los distintos actores de la industria han apuntado al desarrollo multicategoría, como es el caso de CCU.

En el año 2018, según datos de Euromonitor referidos al mercado de cervezas en Chile, CCU lidera esta categoría con una participación de un 69% en términos de volumen. Se destaca el crecimiento de AB InBev en Chile, que ha aumentado su inversión en capacidad productiva, generando mayor competencia a CCU.

De acuerdo con cifras de CCU (Memoria Anual 2019, respaldadas por estudios de Nielsen, EY, entre otros), la participación de mercado por segmentos de negocios es la siguiente:

Tabla 10: Participación de Mercado 2016-2019

Participación de Mercado	2016	2017	2018	2019
<b>Total</b>	<b>28,1%</b>	<b>28,1%</b>	<b>29,4%</b>	<b>28,1%</b>
Chile	42,3%	42,7%	43,4%	43,8%
Negocios Internacionales	14,0%	14,7%	20,0%	16,7%
Vinos	18,0%	18,2%	17,7%	17,7%

*Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual CCU 2019.*

CCU ha mostrado un favorable crecimiento de sus ingresos respecto a su principal competidor en Chile (Embotelladora Andina):

Tabla 11: Ventas principales competidores 2015-2019<sup>8</sup>

<b>MUF</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>CCU S.A.</b>	58.683	59.303	63.609	64.897	64.724
<i>%Crecimiento</i>	10,5%	1,1%	7,3%	2,0%	-0,3%
<b>Embotelladora Andina S.A.</b>	73.528	67.618	69.246	60.881	63.179
<i>%Crecimiento</i>	0,0%	-8,0%	2,4%	-12,1%	3,8%
<b>Coca Cola Embonor S.A.</b>	19.899	20.678	20.487	20.539	22.159
<i>%Crecimiento</i>	8,4%	3,9%	-0,9%	0,3%	7,9%
<b>Total</b>	<b>152.110</b>	<b>147.600</b>	<b>153.342</b>	<b>146.317</b>	<b>150.062</b>
<i>Crecimiento Industria</i>	<b>4,9%</b>	<b>-3,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>-4,6%</b>	<b>2,6%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Thomsom Reuters.*

## 6.2 Análisis Operacional del Negocio

CCU considera una segmentación de sus negocios en 4 grandes categorías: Chile, Internacionales, Vinos y Otros.

- Chile: Cervezas, bebidas no alcohólicas, licores y Unidades Estratégicas de Servicio (“UES”).
- Negocios Internacionales: Cervezas, sidras, bebidas no alcohólicas y licores en los mercados de Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay.
- Vinos: Mercado en Chile y Argentina, y la exportación a más de 80 países.
- Otros: Corresponde a los ingresos y gastos de las Unidades de Apoyo Corporativo (“UAC”), junto a eliminaciones en transacciones entre negocios relacionados.

<sup>8</sup> Sin información disponible de AB InBev Chile

Tabla 12: Ingresos, Costos, GAVs y EBITDA por Segmentos de Operación 2015-2019

	MUF	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Chile</b>	<i>Ingresos</i>	35.327	37.942	39.218	40.380	41.348
	<i>%Crecimiento</i>	3,9%	7,4%	3,4%	3,0%	2,4%
	<i>Costos</i>	-16.461	-17.923	-18.112	-18.242	-19.179
	<i>MSD&amp;A</i>	-9.176	-14.205	-14.351	-14.820	-15.238
	<i>Depreciación y amortización</i>	1.303	2.349	2.427	2.298	2.355
	<i>EBITDA</i>	5.488	8.228	9.273	9.673	9.472
<b>Internacionales</b>	<i>Ingresos</i>	15.890	14.080	17.240	17.611	16.495
	<i>%Crecimiento</i>	29,5%	-11,4%	22,4%	2,2%	-6,3%
	<i>Costos</i>	-6.371	-5.991	-7.131	-8.373	-8.839
	<i>MSD&amp;A</i>	-5.801	-7.282	-8.440	-7.664	-7.463
	<i>Depreciación y amortización</i>	419	454	583	721	962
	<i>EBITDA</i>	834	1.246	2.278	10.413	1.660
<b>Vinos</b>	<i>Ingresos</i>	7.422	7.662	7.657	7.516	7.540
	<i>%Crecimiento</i>	5,2%	3,2%	-0,1%	-1,9%	0,3%
	<i>Costos</i>	-4.150	-4.296	-4.728	-4.850	-4.573
	<i>MSD&amp;A</i>	-1.550	-1.978	-2.020	-1.907	-1.974
	<i>Depreciación y amortización</i>	221	269	281	289	349
	<i>EBITDA</i>	1.174	1.684	1.199	1.114	1.360
<b>Otros</b>	<i>Ingresos</i>	44	-380	-507	-609	-660
	<i>%Crecimiento</i>			33,4%	20,2%	8,3%
	<i>Costos</i>	151	-9	56	167	333
	<i>MSD&amp;A</i>	-341	-103	-237	-412	-345
	<i>Depreciación y amortización</i>	366	106	162	88	64
	<i>EBITDA</i>	127	-347	-500	-748	-566
<b>Total</b>	<i>Ingresos</i>	58.683	59.303	63.609	64.897	64.724
	<i>%Crecimiento</i>	10,5%	1,1%	7,3%	2,0%	-0,3%
	<i>Costos</i>	-26.831	-28.220	-29.915	-31.298	-32.257
	<i>MSD&amp;A</i>	-16.869	-23.569	-25.048	-24.804	-25.022
	<i>Depreciación y amortización</i>	2.309	3.178	3.453	3.395	3.730
	<i>EBITDA</i>	7.622	10.811	12.251	20.453	11.926

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)

### 6.3 Análisis de Costos de Operación

Dentro de los costos de operación se consideran:

- Costos de venta de productos: materias primas, costos de envasado, mano de obra, pagos de licencias y costos de mantenimientos a plantas y equipos.
- Otros gastos por función: gastos en marketing, publicidad y promociones principalmente.
- Costos de distribución.
- Gastos de administración: depreciaciones, remuneraciones y otros GAV.

## 6.4 Análisis de Cuentas No Operacionales

El comportamiento histórico de las cuentas no operacionales se muestra a continuación.

Tabla 13: Resultado No Operacional 2015-2019

MUF	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Ingresos financieros</b>	307	216	189	575	466
<i>Var %</i>	-38%	-30%	-12%	204%	-19%
<b>Costos financieros</b>	-905	-773	-905	-857	-984
<i>Var %</i>	-4%	-15%	17%	-5%	15%
<b>Participación en asociadas</b>	-205	-212	-334	-394	-584
<i>Var %</i>	318%	3%	58%	18%	48%
<b>Diferencias de cambio</b>	38	17	-96	120	-322
<i>Var %</i>	-249%	-54%	-652%	-225%	-368%
<b>Resultados por unidades de reajuste</b>	-129	-85	-4	27	-293
<i>Var %</i>	-24%	-34%	-95%	-752%	-1186%
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>-893</b>	<b>-836</b>	<b>-1.150</b>	<b>-529</b>	<b>-1.717</b>
<i>Var %</i>	<b>30%</b>	<b>-6%</b>	<b>38%</b>	<b>-54%</b>	<b>224%</b>
<b>% Resultado</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>21%</b>	<b>5%</b>	<b>33%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*

## 6.5 Análisis de Activos

Activos Operacionales:

- Efectivo y equivalentes al efectivo
- Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes
- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes
- Otros activos financieros corrientes y no corrientes
- Inventarios
- Activos biológicos corrientes
- Cuentas por cobrar no corrientes
- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes
- Inventarios, no corrientes
- Propiedades, planta y equipo
- Activos biológicos no corrientes
- Activos por impuestos corrientes
- Activos por impuestos corrientes, no corrientes
- Activos por impuestos diferidos

Activos No Operacionales:

- Otros activos no financieros no corrientes
- Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación:
  - Corresponde a inversiones en sociedades que califican como negocios conjuntos y asociadas.
    1. Cervecería Austral: Sociedad Anónima Cerrada que opera en Punta Arenas.

2. Foods Compañía de Alimentos CCU S.A.: Sociedad Anónima Cerrada que participa en negocios de snack y alimentos en Chile bajo las marcas de Calaf, Natur y Nutrabien.
3. Central Cervecera de Colombia S.A.S. y Zona Franca Central Cervecera S.A.S.: Negocios en conjunto con Grupo Postobón en Colombia con fines de elaboración, comercialización y distribución de cervezas y bebidas no alcohólicas en base a malta.

A diciembre de 2019 ascienden a MUF 4.833, representando un 5,8% del total de activos:

Tabla 14: Inversiones en Asociadas 2015-2019

<b>Diciembre 2019 (MUF)</b>	<b>% Participación</b>	<b>Activos</b>
Cervecería Austral S.A.	50%	306
Foods Compañía de Alimentos CCU S.A.	50%	61
Central Cervecera de Colombia S.A.S.	50%	900
Zona Franca Central Cervecera S.A.S.	50%	3.526
<b>Total Negocios Conjuntos</b>		<b>4.792</b>
Otras Sociedades		41
<b>Total Asociadas</b>		<b>41</b>
<b>Total</b>		<b>4.833</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual CCU 2019.*

- Activos intangibles distintos de la plusvalía:
  - Corresponden principalmente a marcas comerciales, programas informáticos, derechos de agua y distribución. A diciembre de 2019 ascienden a MUF 4.461, representando un 5,3% del total de activos.
- Plusvalía:
  - Plusvalía de inversiones adquiridas en combinaciones de negocios entre las distintas Unidades Generadoras de Efectivo (UGE) que generen sinergias. Esta plusvalía es sometida a pruebas de deterioro anuales, o con mayor frecuencia, si existen indicios de deterioro en alguna UGE. A diciembre de 2019 ascienden a MUF 4.437, representando un 5,3% del total de activos.
- Propiedad de inversión:
  - Se incluyen en Chile 20 terrenos, 2 oficinas y 1 departamento mantenidos para propósito de plusvalía, de los cuales 1 terreno, 2 oficinas y 1 departamento se encuentran arrendados. Por otra parte, en Argentina se encuentran 2 terrenos y 2 inmuebles arrendados. A diciembre de 2019 ascienden a MUF 295, representando un 0,4% del total de activos.

## 7. Proyección Estado de Resultados

### 7.1 Proyección de Ingresos de Operación

Para la proyección de los ingresos de explotación se considerarán los siguientes antecedentes:

1. Crecimiento de Ingresos por Segmento de Negocios de acuerdo con el promedio del crecimiento de los últimos 5 años, que captura el efecto de las inversiones en capacidad productiva que ha realizado CCU a lo largo del tiempo.

Tabla 15: Crecimiento de Ingresos por Segmento de Operación 2015-2019

<b>Crecimiento Ingresos (%)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Promedio</b>
Chile	3,9%	7,4%	3,4%	3,0%	2,4%	<b>4%</b>
Internacionales	29,5%	-11,4%	22,4%	2,2%	-6,3%	<b>7%</b>
Vinos	5,2%	3,2%	-0,1%	-1,9%	0,3%	<b>1%</b>
Otros	-	-	33,4%	20,2%	8,3%	<b>21%</b>
<b>Total</b>	<b>10,5%</b>	<b>1,1%</b>	<b>7,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>4%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*

2. Para el segmento de Chile, según datos históricos y anuncios de inversiones de CCU y AB InBev, Euromonitor estima un crecimiento del 5,5% anual a nivel de mercado en las ventas de cervezas entre los años 2019-2023.
3. Cifras macroeconómicas de Focus Economics<sup>9</sup>, entidad que reúne las proyecciones de distintos actores financieros (bancos, agencias de inversión, clasificadoras de riesgo, entre otros) de crecimiento de PIB, consumo y desempleo.

Tabla 16: Proyecciones principales indicadores Macroeconómicos

		<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Chile</b>	PIB (ann. var %)	2,2%	2,8%	2,9%	3,0%
	Consumo total (ann. var %)	2,1%	2,7%	2,8%	2,9%
	Desempleo (% de población activa)	7,6%	7,1%	6,8%	6,5%
<b>Argentina</b>	PIB (ann. var %)	-1,8%	1,8%	2,1%	2,4%
	Consumo privado (ann. var %)	-2,8%	2,0%	2,3%	2,5%
	Desempleo (% de población activa)	11,4%	10,9%	10,2%	9,5%
<b>Bolivia</b>	PIB (ann. var %)	3,2%	3,2%	3,3%	3,5%
	Consumo privado (ann. var %)	3,0%	2,6%	2,7%	2,8%
	Desempleo (% de población activa)	-	-	-	-
<b>Paraguay</b>	PIB (ann. var %)	3,4%	3,9%	4,0%	4,1%
	Consumo privado (ann. var %)	3,4%	4,0%	4,2%	4,3%
	Desempleo (% de población activa)	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%

*Fuente: Elaboración propia en base LatinFocus Consensus Forecast Dic-19*

<sup>9</sup> Cifras del informe LatinFocus Consensus Forecast Diciembre 2019, correspondientes al promedio de más de 30 panelistas para cada país.

De acuerdo con los supuestos antes mencionados, el vector de crecimientos de los ingresos por categoría de negocios se define como:

- **Chile:** Crecimiento de un 2%. Se considera el crecimiento histórico de las ventas, con mayor relevancia en los años 2018 y 2019, cifras de PIB y consumo en torno al 2%. Además, según la estimación de Euromonitor que proyecta un crecimiento de un 5,5% de las ventas a nivel mercado de cervezas, en un contexto de alta competencia con sus comparables.
- **Internacionales:** Crecimiento de un 2,5%. Si bien el crecimiento histórico de las ventas es de un 7%, las cifras macroeconómicas de Argentina (que representan más de un 60% de la categoría internacional) no son favorables, siendo impulsadas por Bolivia y Paraguay (20% de la categoría internacional).
- **Vinos:** Crecimiento de un 0,5% fundamentada principalmente en el crecimiento histórico de esta categoría y en los recientes acontecimientos de COVID-19 en China que amenaza la salud mundial y la economía internacional.
- **Otros:** Se considera un crecimiento de las ventas similar al año 2018, por lo que se proyectará este ítem obteniendo un promedio de los 3 periodos con mayor peso relativo en dicho año. Es relevante recordar que, este ítem corresponde principalmente a las eliminaciones de ingresos entre segmentos de las Unidades de Apoyo Corporativo.

Tabla 17: Tasas de crecimiento de ingresos proyectados

	2020	2021	2022	2023	2024
Chile	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Internacionales	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Vinos	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Otros	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<b>Total</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,7%</b>

*Fuente: Elaboración propia*

Finalmente, la proyección de Ingresos de Explotación es la siguiente:

Tabla 18: Proyección Ingresos por Segmento de Operación 2020-2024

MUF	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Chile	41.348	42.175	43.019	43.879	44.756	45.652
Internacionales	16.495	16.908	17.330	17.764	18.208	18.663
Vinos	7.540	7.578	7.616	7.654	7.692	7.731
Otros	-660	-824	-1.031	-1.288	-1.610	-2.013
<b>Total</b>	<b>64.724</b>	<b>65.836</b>	<b>66.934</b>	<b>68.008</b>	<b>69.046</b>	<b>70.032</b>

*Fuente: Elaboración propia*

## 7.2 Proyección de Costos de Operación

La evolución de los costos y gastos operacionales es variable respecto a las ventas, manteniendo una relación estable durante el tiempo. Como supuesto para la proyección se utilizará el promedio del ratio Costos/Ventas entre los años 2015-2019.

Tabla 19: Margen Operacional 2015-2019

<b>% Ventas</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Promedio</b>
Costo de Ventas	-46%	-48%	-47%	-48%	-50%	<b>-48%</b>
Costos de Distribución	-19%	-17%	-17%	-18%	-18%	<b>-18%</b>
Gastos de Administración	-8%	-10%	-10%	-11%	-11%	<b>-10%</b>
<i>Depreciación</i>	-5%	-5%	-5%	-5%	-6%	<b>-5%</b>
<i>Otros GAV</i>	-3%	-5%	-3%	-4%	-2%	<b>-3%</b>
Otros Gastos	-14%	-13%	-14%	-12%	-13%	<b>-13%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*

Para el caso de la depreciación (dentro de la cuenta Gastos de Administración), se considerará un tratamiento diferente en la proyección, acorde al Plan de Inversiones que se detalla en la Memoria 2019 de CCU:

- Las inversiones tienen como finalidad apoyar el crecimiento orgánico, compuesto principalmente por MUF 3.664 en activos de producción (principalmente por una nueva planta productiva), MUF 941 en envases y embalajes retornables, MUF 851 en activos de marketing y MUF 126 en activos de distribución en Argentina.

Tabla 20: Plan de Inversiones 2020-2024. Memoria Anual 2019

<b>Segmentos de Operación (MUF)</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Chile	4.066	3.484	1.970	1.808
Negocios Internacionales	1.552	1.492	1.385	1.032
Vinos	599	806	514	392
Otros	350	365	901	273
<b>Total</b>	<b>6.567</b>	<b>6.147</b>	<b>4.770</b>	<b>3.506</b>

*Fuente: Elaboración propia*

La depreciación histórica promedio del PPE es en torno al 9%, por lo que la proyección se calculará en base al nuevo PPE y el ratio Depreciación/PPE. Es relevante mencionar que, el aumento de PPE considera la depreciación del periodo en cuestión.

Tabla 21: PPE & Depreciaciones 2015-2019

<b>MUF</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Promedio</b>
PPE	34.178	34.394	34.379	37.166	38.977	
Depreciación	3.195	3.178	3.453	3.040	3.730	
% Depreciación	9%	9%	10%	8%	10%	9%

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*

Tabla 22: PPE & Depreciaciones 2015-2019

MUF	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
PPE	38.977	44.935	50.512	54.839	58.019	58.019
Depreciación	3.730	4.168	4.685	5.087	5.382	5.382
% Depreciación	10%	9%	9%	9%	9%	9%

*Fuente: Elaboración propia*

En base a lo anterior, la proyección del Margen Operacional es la siguiente:

Tabla 23: Proyección Margen Operacional<sup>10</sup> 2020-2024

MUF	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Ingresos	64.724	65.836	66.934	68.008	69.046	70.032
Costo de Ventas	-32.257	-31.601	-32.128	-32.644	-33.142	-33.616
<b>Margen Bruto</b>	<b>32.467</b>	<b>34.235</b>	<b>34.806</b>	<b>35.364</b>	<b>35.904</b>	<b>36.417</b>
<i>Costos y Gastos Operacionales</i>						
Costos de distribución	-11.632	-11.832	-12.029	-12.222	-12.409	-12.586
Gastos de administración	-4.864	-6.313	-6.866	-7.302	-7.631	-7.663
<i>Depreciación</i>	-3.730	-4.168	-4.685	-5.087	-5.382	-5.382
<i>Otros GAV</i>	-1.135	-2.145	-2.181	-2.216	-2.250	-2.282
Otros Gastos	-8.576	-8.681	-8.826	-8.967	-9.104	-9.234
<b>Margen Operacional</b>	<b>7.395</b>	<b>7.409</b>	<b>7.085</b>	<b>6.872</b>	<b>6.760</b>	<b>6.933</b>

*Fuente: Elaboración propia*

### 7.3 Proyección Resultado No Operacional

Respecto a la proyección de las cuentas no operacionales, se considerarán dos tratamientos:

**Otros Ingresos y Ganancias/Pérdidas:** la naturaleza de estas cuentas es no recurrente y extraordinaria, por lo que para la proyección se utilizará constante el promedio entre los años 2015-2019.

Es relevante mencionar que, en el año 2018 CCU mantuvo el término anticipado de un contrato de licencia en Argentina de la marca “Budweiser”. Entre otras implicancias, CCU recibe un pago de USD 306 millones (MUF 7.776 aproximadamente), siendo contabilizado como otros ingresos. Para efectos de nuestra proyección no se considera este monto, pues es considerado no recurrente.

<sup>10</sup> Sin Considerar Otros Ingresos y Ganancias (pérdidas). Según presentación de FECU a la CMF, estas cuentas están dentro del Margen Operacional.

Tabla 24: Proyección Otros Ingresos y Ganancias 2020-2024

MUF	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Otros Ingresos/Ganancias</b>						
Otros ingresos	802	411	411	411	411	411
Otras ganancias (pérdidas)	112	-3	-3	-3	-3	-3

*Fuente: Elaboración propia*

**Ingresos/Gastos financieros, participación en asociadas, diferencias de cambio y reajustes por inflación:** de manera intrínseca estas cuentas mantienen una relación con la operación de la empresa, por lo que se considerará como supuesto un comportamiento acorde a las ventas, de modo que las cifras proyectadas mantengan la relación histórica promedio.

Tabla 25: Crecimiento Resultado No Operacional 2015-2019

<i>Resultado No Operacional</i>	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ingresos financieros	0,5%	0,4%	0,3%	0,9%	0,7%	<b>0,6%</b>
Costos financieros	-1,5%	-1,3%	-1,4%	-1,3%	-1,5%	<b>-1,4%</b>
Participación en asociadas	-0,3%	-0,4%	-0,5%	-0,6%	-0,9%	<b>-0,5%</b>
Diferencias de cambio	0,1%	0,0%	-0,2%	0,2%	-0,5%	<b>-0,1%</b>
Resultados por unidades de reajuste	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,5%	<b>-0,2%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*

Tabla 26: Proyección Resultado No Operacional 2020-2024

MUF	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Ingresos financieros	466	367	374	380	385	391
Costos financieros	-984	-936	-952	-967	-982	-996
Participación en asociadas	-584	-361	-367	-372	-378	-384
Diferencias de cambio	-322	-49	-49	-50	-51	-52
Resultados por unidades de reajuste	-293	-103	-105	-106	-108	-109
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>-1.717</b>	<b>-1.081</b>	<b>-1.099</b>	<b>-1.116</b>	<b>-1.133</b>	<b>-1.150</b>

*Fuente: Elaboración propia*

## 7.4 Resultados Antes de Impuestos

Tabla 27: Proyección Resultado Antes de Impuestos 2020-2024

MUF	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Ingresos	64.724	65.836	66.934	68.008	69.046	70.032
Costos de Ventas	-32.257	-31.601	-32.128	-32.644	-33.142	-33.616
<b>Margen Bruto</b>	<b>32.467</b>	<b>34.235</b>	<b>34.806</b>	<b>35.364</b>	<b>35.904</b>	<b>36.417</b>
GAV	-24.158	-26.418	-27.313	-28.084	-28.736	-29.075
<b>Margen Operacional</b>	<b>8.309</b>	<b>7.817</b>	<b>7.493</b>	<b>7.280</b>	<b>7.168</b>	<b>7.341</b>
Resultado No Operacional	-1.717	-1.081	-1.099	-1.116	-1.133	-1.150
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>6.592</b>	<b>6.736</b>	<b>6.394</b>	<b>6.164</b>	<b>6.035</b>	<b>6.192</b>

*Fuente: Elaboración propia*

## 7.5 Resultados Después de Impuestos

Para la proyección del resultado de última línea se considerará la tasa de impuestos del Servicio de Impuestos Internos para el año 2019 de un 27%.

Tabla 28: Proyección Resultado Después de Impuestos 2020-2024

<b>MUF</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Resultado Antes de Impuestos	6.592	6.736	6.394	6.164	6.035	6.192
Impuestos	-1.420	-1.819	-1.726	-1.664	-1.629	-1.672
<b>Resultado Después de Impuestos</b>	<b>5.172</b>	<b>4.918</b>	<b>4.668</b>	<b>4.500</b>	<b>4.405</b>	<b>4.520</b>

*Fuente: Elaboración propia*

## 7.6 Estado de Resultados Projectado

Tabla 29: Proyección Estado de Resultado Después de Impuestos 2020-2024

<b>MUF</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Ingresos	64.724	65.836	66.934	68.008	69.046	70.032
Costo de ventas	-32.257	-31.601	-32.128	-32.644	-33.142	-33.616
<b>Margen Bruto</b>	<b>32.467</b>	<b>34.235</b>	<b>34.806</b>	<b>35.364</b>	<b>35.904</b>	<b>36.417</b>
Otros ingresos	802	411	411	411	411	411
Costos de distribución	-11.632	-11.832	-12.029	-12.222	-12.409	-12.586
Gastos de administración	-4.864	-6.313	-6.866	-7.302	-7.631	-7.663
Otros Gastos	-8.576	-8.681	-8.826	-8.967	-9.104	-9.234
Otras ganancias (pérdidas)	112	-3	-3	-3	-3	-3
<b>Margen Operacional</b>	<b>8.309</b>	<b>7.817</b>	<b>7.493</b>	<b>7.280</b>	<b>7.168</b>	<b>7.341</b>
Ingresos financieros	466	367	374	380	385	391
Costos financieros	-984	-936	-952	-967	-982	-996
Participación en asociadas	-584	-361	-367	-372	-378	-384
Diferencias de cambio	-322	-49	-49	-50	-51	-52
Resultados por unidades de reajuste	-293	-103	-105	-106	-108	-109
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>-1.717</b>	<b>-1.081</b>	<b>-1.099</b>	<b>-1.116</b>	<b>-1.133</b>	<b>-1.150</b>
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>6.592</b>	<b>6.736</b>	<b>6.394</b>	<b>6.164</b>	<b>6.035</b>	<b>6.192</b>
Impuestos	-1.420	-1.819	-1.726	-1.664	-1.629	-1.672
<b>Resultado</b>	<b>5.172</b>	<b>4.918</b>	<b>4.668</b>	<b>4.500</b>	<b>4.405</b>	<b>4.520</b>

*Fuente: Elaboración propia*

## 8. Proyección Flujo de Caja Libre

### 8.1 Determinación Flujo de Caja Bruto

El Flujo de Caja Bruto se define como el Resultado Después de Impuestos reversando la depreciación, ingresos y gastos financieros, participación en asociadas, diferencias de cambio y resultado por reajustes después de impuestos.

De acuerdo con las proyecciones detalladas anteriormente y al ajustar por la tasa de impuestos, el Flujo de Caja Bruto para los años 2020-2024 es el siguiente:

Tabla 30: Flujo de Caja Bruto Proyectado 2020-2024

<b>MUF</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
<b>Resultado Después de Impuestos</b>	<b>4.918</b>	<b>4.668</b>	<b>4.500</b>	<b>4.405</b>	<b>4.520</b>
(+) Depreciación	4.168	4.685	5.087	5.382	5.382
(-) Ingresos Financieros DDII	-268	-273	-277	-281	-285
(+) Costos Financieros DDII	1.189	1.209	1.228	1.247	1.265
(-) Participación en Asociadas DDII	458	466	473	480	487
(-) Diferencias de Cambio DDII	62	63	64	65	66
(-) Resultados por unidades de reajuste DDII	131	133	135	137	139
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>10.657</b>	<b>10.950</b>	<b>11.209</b>	<b>11.434</b>	<b>11.573</b>

*Fuente: Elaboración propia*

## 8.2 Determinación Flujo de Caja Libre

### Inversión en Reposición

Para determinar la Inversión en Reposición, se considera el comportamiento histórico del PPE respecto a la depreciación del periodo:

Tabla 31: PPE, Incremento PPE & Depreciación 2015-2019

<b>MUF</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
PPE	34.178	34.394	34.379	37.166	38.977
Incremento PPE	-665	216	-15	2.787	1.811
Depreciación	3.195	3.178	3.453	3.040	3.730

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*

De acuerdo con la tabla anterior, en donde se aprecia que el PPE generalmente aumenta y/o disminuye en una menor proporción que la depreciación del periodo, supondremos que la Inversión en Reposición corresponde al 100% de la depreciación.

Tabla 32: Inversión en Reposición Proyectado 2020-2024

<b>MUF</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Inversión en Reposición	-4.168	-4.685	-5.087	-5.382	-5.382

*Fuente: Elaboración propia*

### Estimación Nuevas Inversiones

En base a lo detallado en el apartado 6.2, se considerará el Plan de Inversiones detallado en la Memoria Anual 2019 de CCU.

Tabla 33: Nuevas Inversiones en base a Plan de Inversiones CCU 2019 (2020-2024)

<b>MUF</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Nuevas Inversiones	6.567	6.147	4.770	3.506	0

*Fuente: Elaboración propia*

## Estimación de Capital de Trabajo

Considerando las partidas Operacionales del balance, se calcula el Capital de Trabajo Operacional Neto. (CTON) Una medida común para proyectar la necesidad de capital de trabajo, es considerar el ratio CTON/Ventas.

Tabla 34: Capital de Trabajo 2015-2019

MUF	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
<b>Activos Corrientes</b>	<b>17.723</b>	<b>19.021</b>	<b>19.209</b>	<b>21.218</b>	<b>19.710</b>	<b>19.376</b>
Otros activos financieros	534	320	402	828	349	486
Deudores comerciales y otras CxC	9.878	10.682	10.720	11.671	10.654	10.721
CxC a entidades relacionadas	188	135	218	111	116	153
Inventarios	6.824	7.582	7.565	8.300	8.254	7.705
Activos biológicos	299	302	306	309	336	310
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>11.097</b>	<b>12.780</b>	<b>12.934</b>	<b>13.577</b>	<b>13.638</b>	<b>12.805</b>
Otros pasivos financieros	1.722	2.537	2.007	2.284	2.429	2.196
CxP comerciales y otras CxP	8.919	9.881	10.550	11.041	10.890	10.256
CxP a entidades relacionadas	455	363	377	252	319	353
<b>CTON</b>	<b>6.626</b>	<b>6.240</b>	<b>6.275</b>	<b>7.641</b>	<b>6.072</b>	<b>6.571</b>
<b>Ventas</b>	<b>58.683</b>	<b>59.303</b>	<b>63.609</b>	<b>64.897</b>	<b>64.724</b>	<b>62.243</b>
<b>RCTON (CTON/Ventas)</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*

Tabla 35: Inversión en Capital de Trabajo Proyectado 2020-2024

MUF	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Ventas	65.836	66.934	68.008	69.046	70.032
CTON	6.957	7.073	7.186	7.296	7.400
RCTON (CTON/Ventas)	11%	11%	11%	11%	11%
<b>Inversión en Capital de Trabajo</b>	<b>116</b>	<b>113</b>	<b>110</b>	<b>104</b>	

*Fuente: Elaboración propia*

## Déficit/Superávit de Capital de Trabajo

El Déficit/Superávit de capital de trabajo operativo se estima como la diferencia entre el capital de trabajo observado a diciembre de 2019 y el capital de trabajo teórico (el 11%) en relación con las ventas proyectadas a diciembre de 2020.

- Capital de trabajo Observado a Dic 2019: 6.072
- Capital de trabajo Teórico a Dic 2020: 6.957
- Déficit de Capital de Trabajo: 885

## Estimación Flujo de Caja Libre

En base a los apartados anteriores, el Flujo de Caja Libre sobre el que se realizará la valorización es el siguiente:

Tabla 36: Flujo de Caja Libre Proyectado 2020-2024

MUF	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P - oo
Ingresos	65.836	66.934	68.008	69.046	70.032	70.032
Costos + Gastos	-58.427	-59.849	-61.136	-62.286	-63.099	-63.099
<b>Margen Operacional</b>	<b>7.409</b>	<b>7.085</b>	<b>6.872</b>	<b>6.760</b>	<b>6.933</b>	<b>6.933</b>
<i>Depreciación</i>	-4.168	-4.685	-5.087	-5.382	-5.382	-5.382
Otros Ingresos	411	411	411	411	411	411
Otras Ganancias (pérdidas)	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Ingresos financieros	367	374	380	385	391	391
Costos financieros	-936	-952	-967	-982	-996	-996
Participación en ganancias	-361	-367	-372	-378	-384	-384
Diferencias de cambio	-49	-49	-50	-51	-52	-52
Resultados por unidades de reajuste	-103	-105	-106	-108	-109	-109
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>-673</b>	<b>-691</b>	<b>-708</b>	<b>-725</b>	<b>-742</b>	<b>-742</b>
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	<b>6.736</b>	<b>6.394</b>	<b>6.164</b>	<b>6.035</b>	<b>6.192</b>	<b>6.192</b>
Impuestos	-1.819	-1.726	-1.664	-1.629	-1.672	-1.672
<b>Resultado Después de Impuestos</b>	<b>4.918</b>	<b>4.668</b>	<b>4.500</b>	<b>4.405</b>	<b>4.520</b>	<b>4.520</b>
<b>Ajustes Flujo de Caja</b>						
(+) Depreciación AAIL	4.168	4.685	5.087	5.382	5.382	5.382
(-) Ingresos Financieros DDII	-268	-273	-277	-281	-285	-285
(+) Costos Financieros DDII	1.189	1.209	1.228	1.247	1.265	1.265
(-) Participación en Asociadas	458	466	473	480	487	487
(-) Diferencias de Cambio	62	63	64	65	66	66
(-) Resultados por unidades de reajuste	131	133	135	137	139	139
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>10.657</b>	<b>10.950</b>	<b>11.209</b>	<b>11.434</b>	<b>11.573</b>	<b>11.573</b>
(-) Inversión en Capital de Trabajo	-116	-113	-110	-104	0	0
(-) CAPEX (Nuevas Inversiones)	-6.567	-6.147	-4.770	-3.506	0	0
(-) Inversión en Reposición	-4.168	-4.685	-5.087	-5.382	-5.382	-5.382
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>-194</b>	<b>4</b>	<b>1.243</b>	<b>2.443</b>	<b>6.191</b>	<b>6.191</b>

*Fuente: Elaboración propia*

## 8.3 Valoración Económica de la Empresa y Precio de la Acción

### Valor Presente Flujos de Caja de la Empresa

El valor presente de los flujos de caja libre será calculado en base al costo de capital (WACC) de 4,22%:

Tabla 37: Valor Presente Flujo de Caja Libre Proyectado 2020-2024

<b>MUF</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P - oo</b>
Flujo de Caja Libre (FCL)	-194	4	1.243	2.443	6.191	6.191
Valor Terminal (VT)					128.754	
<b>FCL + VT</b>	<b>-194</b>	<b>4</b>	<b>1.243</b>	<b>2.443</b>	<b>134.946</b>	
Valor Presente (FCL + VT)	-185	3,7	1.080	2.025	106.703	
<b>Valor Presente FCL Dic-19</b>	<b>109.626</b>					

*Fuente: Elaboración propia*

Por lo que el Valor de los Activos Operacionales a diciembre 2019 de MUF 109.626.

### **Valor Económico del Patrimonio y Precio de la Acción**

Para el cálculo del precio de la acción, es necesario ajustar el valor de los activos añadiendo los activos prescindibles a diciembre de 2019:

Tabla 38: Activos Prescindibles 2019

<b>Activos Prescindibles (MUF)</b>	<b>dic-19</b>
Propiedades de Inversión	295
Activos No Corrientes Mantenidos para la Venta	14
Efectivo y Efectivo Equivalente	6.974
<b>Total Activos Prescindibles</b>	<b>7.283</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*

Adicionalmente, al considerar la Deuda Financiera a la fecha y el número de acciones, el valor de los activos de la empresa y precio estimado de la acción es el siguiente:

Tabla 39: Precio Acción Estimado dic-19

<b>Valor Activos de la Empresa</b>	<b>dic-19</b>
Valor Económico Activos Operacionales	109.626
Activos Prescindibles	7.283
Déficit de Capital de Trabajo	-885
<b>Total</b>	<b>116.024</b>
Deuda Financiera	-11.725
<b>Patrimonio Económico</b>	<b>104.299</b>
Nº Acciones Suscritas	369.502.872
Precio Acción UF	0,282
Precio Acción CLP	7.948

*Fuente: Elaboración propia*

Tabla 40: Precio Acción Estimado/Real dic-19

Precio Acción Estimado	7.948
<b>Precio Acción Real Dic-19</b>	<b>7.370</b>
	7,8%

*Fuente: Elaboración propia*

## **9. Conclusiones**

Mediante el método de valoración de Flujos de Caja Descontados se estimó el valor económico de la Compañías Cervecerías Unidas S.A. (CCU). En resumen, fue necesario establecer una estructura de capital objetivo acorde a los Estados Financieros entre los años 2015-2019. Posteriormente, y en base a los precios de la acción históricos, se estima el Costo de Capital de la Empresa (WACC) utilizada para descontar los Flujos de Caja Libres proyectados para los años 2020 a 2024. Es relevante mencionar que se consideró el último flujo del año 2024 como perpetuo.

El precio estimado de la acción es de \$7.948, un 7,8% superior al precio de la acción de cierre a diciembre de 2019. La estimación evidencia un potencial de crecimiento de la acción de acuerdo con sus EEFF y los supuestos de proyecciones fundamentados anteriormente.

Es relevante mencionar que el precio de la acción entre los meses de Junio y Agosto se ubicaba en torno a los \$9.000. En Octubre de 2019 se evidencia un deterioro importante del precio de la acción por los acontecimientos sociales en Chile, afectando el mercado bursátil nacional y llegando a los niveles cercanos al estimado en este trabajo.

En fechas posteriores, el precio de la acción se deteriora principalmente por efectos extraordinarios por la urgencia sanitaria del COVID-19 que ha afectado a gran parte del mundo y el país. Los analistas estiman una recesión a escala global que aún se encuentra en desarrollo. A Junio de 2020, el precio de la acción se encuentra en torno a los \$6.000.

## 10. Anexos

### Anexo 1: Deuda Financiera Corriente y No corriente 2018-2019

<b>Deuda Financiera (MUF)</b>	<b>dic-19</b>		<b>dic-18</b>	
	<b>Corriente</b>	<b>No Corriente</b>	<b>Corriente</b>	<b>No Corriente</b>
Prestamos Bancarios	1.507	3.542	1.389	2.737
Obligaciones con el público	240	4.752	149	4.923
Obligaciones por arrendamientos financieros	172	1.002	13	639
Instrumentos financieros derivados	9	-	182	-
Pasivos de cobertura	29	0	43	-
Depósitos recibidos en garantía de envases	472	-	508	-
	<b>2.429</b>	<b>9.296</b>	<b>2.284</b>	<b>8.304</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados (CMF)*