



**VALORACIÓN DE COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A.
Mediante Método de Flujos de Caja**

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

**Alumno: Diego Miranda Quilpatay
Profesor Guía: Erwin Hansen**

Santiago, marzo 2021

Este trabajo está dedicado a mis padres, Oscar y Susana, tía Manina, y padrastro Leonel, a todos ellos en profundo agradecimiento y cariño. A su vez, inspirado por mis hermanos Benjamín, Rodrigo y Francisca.

Índice

1. RESUMEN EJECUTIVO	9
2. METODOLOGÍA	10
2.1. Principales métodos de valoración	10
2.2. Modelo de descuento de dividendos	10
2.3. Método de flujos de caja descontados	11
2.4. Método de múltiplos	12
3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	15
3.1. Descripción de la industria	15
3.1.1. Cervezas	15
3.1.2. No alcohólicos	16
3.1.3. Licores	17
3.1.4. Vinos	17
3.1.5. Principales competidores y comparables	18
3.2. Descripción de la empresa y su historia	21
3.2.1. Descripción de la empresa	21
3.2.2. Accionistas	23
3.2.3. Dividendos	24
3.2.4. Segmentos de operación	25
3.2.5. Principales subsidiarias	26
3.2.6. Marcas y licencias	29
3.2.7. Regulación y fiscalización	29
4. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA	31
4.1. Estado consolidado de situación financiera	31
4.2. Estado consolidado de resultados por función	36
4.3. Estado consolidado de flujos de efectivo	40
4.4. Ratios financieras	42

5. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	44
5.1. Deuda financiera	44
5.2. Bonos	45
5.3. Patrimonio económico	46
5.4. Valor económico	47
5.5. Estructura de capital objetivo	48
6. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA	49
6.1. Costo y beta de la deuda	49
6.2. Estimación del beta patrimonial	50
6.3. Beta patrimonial sin deuda	50
6.4. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	51
6.5. Costo patrimonial	51
6.6. Costo de capital	53
7. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA	54
7.1. Análisis de crecimiento de la empresa	54
7.2. Análisis de crecimiento de la industria	57
7.3. Efectos por Pandemia COVID-19 en los resultados financieros de CCU	62
7.4. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	63
7.5. Resultados por segmento de operación	70
7.6. Análisis de resultados no operacionales	73
7.7. Análisis de los activos operacionales	76
8. PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADOS	85
8.1. Proyección ingresos ordinarios	85
8.2. Proyección de costos y gastos operacionales	87
8.3. Proyección resultado no operacional	89
8.4. Impuesto corporativo proyectado	91
8.5. Estado de resultados proyectado	92
9. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	93
9.1. Determinación de flujos de caja bruto	93
9.2. Determinación de flujos de caja libre	93
9.2.1. Nuevas inversiones e inversión de reposición	94

9.2.2.	Inversión en capital de trabajo neto	95
9.3.	Valor terminal	96
9.4.	Flujos de caja libre y valor presente	97
10.	PROYECCIÓN DE LA ACCIÓN	99
10.1.	Valor presente de los flujos de caja	99
10.2.	Exceso o déficit de capital de trabajo	99
10.3.	Activos prescindibles	100
10.4.	Deuda financiera	100
10.5.	Valorización económica de la empresa y del precio de la acción	101
10.6.	Análisis de sensibilidad	101
11.	CONCLUSIÓN	104
12.	BIBLIOGRAFÍA.....	105
	Anexo I: Información financiera por segmentos de operación	106
	Anexo II: Estructura societaria de CCU a diciembre 2019	107
	Anexo III: Información de bonos según cada una de las series	108
	Anexo III: Regresiones econométricas para estimación de Beta de acción respecto al IGPA.....	109
	Anexo IV: Regresión econométrica para estimación de coeficiente de variación de los volúmenes de venta respecto al crecimiento del país medido según PIB trimestral estacional	113

Índice de tablas

<i>Tabla 1</i>	<i>Volúmenes de Venta Cervezas por país</i>	<i>16</i>
<i>Tabla 2</i>	<i>Volúmenes de Venta No alcohólicos por país</i>	<i>17</i>
<i>Tabla 3</i>	<i>Volúmenes de Venta Licores por país</i>	<i>17</i>
<i>Tabla 4</i>	<i>Volúmenes de Venta Vinos por destino</i>	<i>18</i>
<i>Tabla 5</i>	<i>Principales accionistas</i>	<i>23</i>
<i>Tabla 6</i>	<i>Estructura de control sobre CCU S.A.</i>	<i>24</i>
<i>Tabla 7</i>	<i>Pago de dividendos entre los años 2016 y 2020</i>	<i>25</i>
<i>Tabla 8</i>	<i>Información descriptiva de Segmentos de operación</i>	<i>26</i>
<i>Tabla 9</i>	<i>Marcas por Segmento de operación</i>	<i>29</i>
<i>Tabla 10</i>	<i>Estado de Situación Financiera - Activos</i>	<i>31</i>
<i>Tabla 11</i>	<i>Estado de Situación Financiera – Pasivos y Patrimonio</i>	<i>33</i>
<i>Tabla 12</i>	<i>Activos en relación a Total de Activos</i>	<i>34</i>
<i>Tabla 13</i>	<i>Pasivos en relación al total</i>	<i>35</i>
<i>Tabla 14</i>	<i>Estados de Resultados por función</i>	<i>37</i>
<i>Tabla 15</i>	<i>Estados de Resultados en relación al total de ingresos</i>	<i>38</i>
<i>Tabla 16</i>	<i>Estado de Flujos de Efectivo</i>	<i>40</i>
<i>Tabla 17</i>	<i>Indicadores de Liquidez</i>	<i>42</i>
<i>Tabla 18</i>	<i>Indicadores de Endeudamiento</i>	<i>42</i>
<i>Tabla 19</i>	<i>Indicadores de razones de actividad</i>	<i>43</i>
<i>Tabla 20</i>	<i>Indicadores de Rentabilidad</i>	<i>43</i>
<i>Tabla 21</i>	<i>Valor Libro Deuda Financiera</i>	<i>44</i>
<i>Tabla 22</i>	<i>Valor Libro Deuda Financiera</i>	<i>44</i>
<i>Tabla 23</i>	<i>Información resumida de Bonos</i>	<i>46</i>
<i>Tabla 24</i>	<i>Patrimonio Económico</i>	<i>46</i>
<i>Tabla 25</i>	<i>Valor Económico de la empresa</i>	<i>47</i>
<i>Tabla 26</i>	<i>Estructura de Capital histórico</i>	<i>48</i>
<i>Tabla 27</i>	<i>Resultados regresiones econométricas para determinación de Beta de la acción</i>	<i>50</i>
<i>Tabla 28</i>	<i>Determinación Ingresos por Venta por país (Lambda)</i>	<i>52</i>
<i>Tabla 29</i>	<i>Determinación Premio por Riesgo País</i>	<i>52</i>
<i>Tabla 30</i>	<i>Información para determinación de tasa de descuento WACC</i>	<i>53</i>
<i>Tabla 31</i>	<i>Volúmenes de venta históricos por Segmento</i>	<i>54</i>
<i>Tabla 32</i>	<i>Ingresos por venta históricos por Segmento</i>	<i>55</i>
<i>Tabla 33</i>	<i>Ingresos por venta históricos por ubicación geográfica</i>	<i>56</i>
<i>Tabla 34</i>	<i>Precio por hectolitro según Segmento</i>	<i>57</i>
<i>Tabla 35</i>	<i>Total volúmenes por Industria</i>	<i>57</i>
<i>Tabla 36</i>	<i>Consumo per cápita histórico según industria</i>	<i>58</i>
<i>Tabla 37</i>	<i>Crecimiento Industria Cervezas en Chile</i>	<i>59</i>
<i>Tabla 38</i>	<i>Crecimiento Industria No alcohólicos en Chile</i>	<i>59</i>
<i>Tabla 39</i>	<i>Crecimiento Industria de Vinos en Chile</i>	<i>60</i>
<i>Tabla 40</i>	<i>Crecimiento Industria de exportación de vinos</i>	<i>61</i>

<i>Tabla 41 Correlación crecimiento de volúmenes de CCU respecto al crecimiento del PIB.....</i>	<i>61</i>
<i>Tabla 42 Crecimiento económico esperado para Chile, Argentina y América Latina.....</i>	<i>62</i>
<i>Tabla 43 Resultados Segundo Trimestre 2020 de CCU.....</i>	<i>63</i>
<i>Tabla 44 Totas Costos y Gastos de CCU.....</i>	<i>64</i>
<i>Tabla 45 Costos y Gastos en relación a los Ingresos por Venta.....</i>	<i>64</i>
<i>Tabla 46 Costos y Gastos por Segmento de operación.....</i>	<i>65</i>
<i>Tabla 47 Costos directos e indexación a USD.....</i>	<i>67</i>
<i>Tabla 48 Totas Gastos por Segmento de operación.....</i>	<i>67</i>
<i>Tabla 49 Depreciación y amortización por Segmento de operación.....</i>	<i>69</i>
<i>Tabla 50 Otros ingresos y gastos operacionales.....</i>	<i>70</i>
<i>Tabla 51 Resultados no operacionales.....</i>	<i>73</i>
<i>Tabla 52 Participación en utilidad (pérdida) de negocios conjuntos y asociadas.....</i>	<i>75</i>
<i>Tabla 53 Impuestos a las ganancias.....</i>	<i>75</i>
<i>Tabla 54 Participaciones no controladoras.....</i>	<i>75</i>
<i>Tabla 55 Participaciones no controladoras.....</i>	<i>76</i>
<i>Tabla 56 Propiedades, plantas y equipos en relación al total de activos.....</i>	<i>77</i>
<i>Tabla 57 Composición de Propiedades, plantas y equipos.....</i>	<i>77</i>
<i>Tabla 58 Composición de Propiedades, plantas y equipos.....</i>	<i>78</i>
<i>Tabla 59 Deudores comerciales y otras cuentas por Segmento de operación.....</i>	<i>78</i>
<i>Tabla 60 Inventarios en relación al total de activos.....</i>	<i>78</i>
<i>Tabla 61 Composición Inventarios.....</i>	<i>79</i>
<i>Tabla 62 Plusvalía en relación al total de activos.....</i>	<i>79</i>
<i>Tabla 63 Plusvalía por Segmento de operación.....</i>	<i>79</i>
<i>Tabla 64 Activos intangibles en relación al total de activos.....</i>	<i>80</i>
<i>Tabla 65 Composición Activos intangibles.....</i>	<i>80</i>
<i>Tabla 66 Inversiones contabilizadas por método de la participación en relación al total de activos.....</i>	<i>80</i>
<i>Tabla 67 Composición Asociadas y negocios conjuntos.....</i>	<i>80</i>
<i>Tabla 68 Composición Otros activos financieros.....</i>	<i>81</i>
<i>Tabla 69 Efectivo y equivalentes al efectivo en relación al total de activos.....</i>	<i>81</i>
<i>Tabla 70 Composición Efectivo y equivalentes al efectivo en relación al total de activos.....</i>	<i>82</i>
<i>Tabla 71 Composición Activos por impuestos Corrientes.....</i>	<i>82</i>
<i>Tabla 72 Composición Activos mantenidos para la venta.....</i>	<i>83</i>
<i>Tabla 73 Composición Propiedades de inversión.....</i>	<i>83</i>
<i>Tabla 74 Composición Activos por impuestos diferidos.....</i>	<i>84</i>
<i>Tabla 75 Proyección crecimiento de volúmenes de venta.....</i>	<i>85</i>
<i>Tabla 76 Proyección de precios unitarios.....</i>	<i>86</i>
<i>Tabla 77 Proyección variables económicas Argentina.....</i>	<i>86</i>
<i>Tabla 78 Proyección variables económicas para Vinos.....</i>	<i>87</i>
<i>Tabla 79 Proyección Ingresos por Venta por Segmento.....</i>	<i>87</i>

<i>Tabla 80 Proyección variables económicas Chile</i>	88
<i>Tabla 81 Proyección costos unitarios</i>	88
<i>Tabla 82 Proyección costos de venta</i>	88
<i>Tabla 83 Proyección de gastos</i>	89
<i>Tabla 84 Proyección de depreciación y amortización</i>	89
<i>Tabla 85 Proyección de resultados no operacionales</i>	91
<i>Tabla 86 Proyección de impuestos a las ganancias</i>	91
<i>Tabla 87 Estados de Resultados proyectados</i>	92
<i>Tabla 88 Ajustes para determinar Flujo de Caja Bruto</i>	93
<i>Tabla 89 Determinación de Flujo de Caja Bruto</i>	93
<i>Tabla 90 Análisis total inversión respecto a depreciación y amortización</i>	94
<i>Tabla 91 Proyección Capex entre 2020 y 2022</i>	94
<i>Tabla 92 Determinación de capital de trabajo histórico</i>	95
<i>Tabla 93 Determinación ratio de capital de trabajo neto</i>	95
<i>Tabla 94 Proyección de inversión de capital de trabajo neto</i>	96
<i>Tabla 95 Determinación de tasa de retención de flujos de caja históricos</i>	97
<i>Tabla 96 Determinación de tasa de rentabilidad de inversiones histórica</i>	97
<i>Tabla 97 Determinación de Flujos de Caja Libre y Valor Presente</i>	98
<i>Tabla 98 Determinación de Capital de Trabajo Neto al 30 de junio de 2020</i>	99
<i>Tabla 99 Determinación de Capital de Trabajo Neto a diciembre 2020</i>	99
<i>Tabla 100 Determinación de liberación de capital de trabajo neto</i>	100
<i>Tabla 101 Activos prescindibles a junio 2020</i>	100
<i>Tabla 102 Valor Total Activos a junio 2020</i>	100
<i>Tabla 103 Resumen Deuda Financiera a junio 2020</i>	101
<i>Tabla 104 Determinación Patrimonio económico</i>	101
<i>Tabla 105 Determinación valor estimado del precio de la acción y comparación con precio real al 30 de junio de 2020</i>	101
<i>Tabla 106 Sensibilización de variables significativas</i>	102

Índice de gráficos

<i>Gráfico 1 Evolución de Deuda financiera y razón de endeudamiento financiero</i>	<i>45</i>
<i>Gráfico 2 Evolución precio acción de CCU entre 2016 y junio 2020</i>	<i>47</i>
<i>Gráfico 3 Crecimiento volúmenes por industria</i>	<i>58</i>
<i>Gráfico 4 Costos de Venta en relación a los ingresos por venta por Segmento de operación</i>	<i>66</i>
<i>Gráfico 5 Total gastos en relación a los ingresos por venta por segmento de operación</i>	<i>68</i>
<i>Gráfico 6 Depreciación y amortización en relación a Ingresos por Venta por Segmento de operación</i>	<i>69</i>
<i>Gráfico 7 Resultados Segmento operación Chile medidos en volúmenes, precios, Ventas, Ebitda y margen Ebitda</i>	<i>70</i>
<i>Gráfico 8 Resultados Segmento operación Negocios Internacionales medidos en volúmenes, precios, Ventas, Ebitda y margen Ebitda</i>	<i>71</i>
<i>Gráfico 9 Resultados Segmento operación Vino medidos en volúmenes, precios, Ventas, Ebitda y margen Ebitda</i>	<i>72</i>
<i>Gráfico 10 Resultados de CCU medidos en volúmenes, precios, Ventas, Ebitda y margen Ebitda</i>	<i>72</i>
<i>Gráfico 11 Precios de la acción estimados</i>	<i>103</i>

1. RESUMEN EJECUTIVO

En el presente informe se realiza la valorización financiera de CCU S.A. al 30 de junio de 2020, empresa chilena que desarrolla los negocios de Cervezas, No alcohólicos, Licores y Vinos, con presencia en Argentina, Paraguay, Uruguay, Bolivia y Colombia, así su posición como uno de los principales actores en Sudamérica en las distintas categorías señaladas. De acuerdo con lo anterior, en la primera parte del informe se realiza una descripción general de la empresa, industrias y países en donde opera y compete.

Con el objetivo de llevar a cabo la valorización se utilizó el método de Flujos de Cajas Descontados, para lo cual se realizaron proyecciones de flujos a partir del segundo semestre de 2020 hasta el año 2024, posteriormente se determinó el valor presente de estos, utilizando una tasa de descuento apropiada para CCU. Para efectos de la proyección de flujos se utilizó información financiera histórica de los últimos 5 años, inferencias estadísticas para modelamientos de variables y suposiciones relativas a los distintos negocios y economías en donde CCU opera, todo esto con el objetivo de proyectar estados de resultados, junto con ajustes financieros correspondiente a inversiones en capital de trabajo y en activos de largo plazo.

Adicionalmente, la literatura e investigación relativas al método de Flujos de Caja Descontados, requieren que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo. Asimismo el análisis del financiamiento histórico tanto con terceros (principalmente bancos y bonistas) y con accionistas, para observar la estabilidad en la relación de estos. No obstante, es importante tener presente que a la fecha de valorización, el mercado presentaba oportunidades para la obtención de fondos con terceros a un menor costo, dado la sólida situación financiera de CCU y por las alternativas de inversión debido a la situación mundial provocada por la pandemia del COVID-19, lo que llevó a CCU a obtener financiamiento por un monto significativo, a través de emisión de bonos.

Otro requerimiento importante para cumplir con el método señalado, fue estimar una tasa de descuento para aplicar a los Flujos de Caja de CCU, considerando sus riesgos operacionales, financieros y costo de oportunidad tanto para accionistas como financistas. Cabe destacar que una variable significativa identificada fue la presencia de CCU en Argentina, debido a las dificultades económicas de este país y los riesgos que transmite a los inversionistas. Para esto se consideró la metodología de tasa WACC, que por sus siglas en inglés significa Costo de Capital Promedio Ponderado. Así, la tasa de descuento estimada fue de un 6,36% real.

Los resultados obtenidos se resumen en un valor del patrimonio económico de MUF 66.492,5, lo que lleva a determinar un precio por acción de \$ 5.164,0, que al comparar con el precio de cierre del 30 de junio de \$ 5.915, se detecta una sobrevaloración por parte del mercado de un 12,7%. Asimismo, con el objetivo de sensibilizar el precio de la acción estimada y observar los efectos por cambios en ciertas variables, se calcularon tres precios adicionales con variación en la tasa de descuento, tasa de crecimiento perpetuo y precios de venta en los negocios en Chile.

2. METODOLOGÍA

2.1. Principales métodos de valoración.

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos) o iv) en el descuento de flujo de fondos¹. Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables². Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el 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.

2.2. 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 valoración 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:

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

Donde: *DPA*, es el dividendo por acción; y *K_p*, es la rentabilidad exigida a las acciones.

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

$$\text{Valor de la acción} = DPA_1 / (K_p - g)$$

Donde: *DPA₁*, son los dividendos por acción del próximo periodo³.

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

² Maqueira, Carlos. “Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica”. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp. 249-277

³ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000, p. 36.

2.3. 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, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por 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 método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías⁴.

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

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.

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.

⁴ Aswath Damodaran. “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”. Second Edition (2002), p. 382.

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

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

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.

2.4. 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. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos 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. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan

riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos⁵:

- i. 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, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. 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.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. 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.

- ii. 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)

En el caso del múltiplo del precio de la acción con valor libro de la misma es utilizada con frecuencia para valorar en los sectores bancarios, inmobiliarios y seguros

- iii. Múltiplos de ventas:
 - Precio de la acción / Ventas por acción (PV)
 - Value / Sales

⁵ Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

- iv. Múltiplo de variables de industria específica:
- Precio / kwh
 - Precio por tonelada de cobre
 - Valor por m² construido en *retail*

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

3.1. Descripción de la Industria.

Según la información corporativa presentadas por CCU se han identificado que opera en las industrias de Cervezas, No alcohólicos, Licores y Vinos en Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay y Bolivia, por lo que se realizará una descripción de cada industria según los países en donde opera.

3.1.1. Cervezas

Según las regiones que más consumen, se destaca China con 22,4%, Latinoamérica con 17% y Estados Unidos con un 13%. Por su parte, Latinoamérica ha tenido un crecimiento promedio en el consumo de 1,2% en los últimos años.

A nivel internacional, la industria está liderada por An-heuser-Busch InBev (ABI), que se estima tiene cuota de mercado del 27%, con marcas conocidas como Budweiser, Corona, Sella Artois, Skol, Quilmes, entre otras. A continuación, viene la holandesa Heineken, con una cuota de mercado de 9,7%. Tanto ABI al igual que Heineken, tienen una gran participación en el mercado Sudamericano, como por ejemplo en Argentina y Chile, en donde llevan una intensa competencia. En el caso de Argentina, ABI domina el mercado a través de su subsidiaria Cervecería y Maltería Quilmes en donde posee el 65% del mercado, por su parte CCU cerca del 30%. En cambio, en Chile, la situación es inversa, pues CCU concentra cerca de un 69% de mercado, y Cervecería AB InBev (Ex Cervecería Chile) el 28%.

Respecto al consumo en Chile, de acuerdo a ACECHI⁶ el consumo ha aumentado entre los años 2001 y 2018, desde 25 a 50 litros per cápita, debido a la sofisticación del consumidor, menor grado de alcohol e introducción de variedades cervezas, especialmente la artesanal. Se caracteriza por ser un mercado altamente competitivo y con variedad de productos y marcas. De acuerdo a GlobalData, Quarterly Beverage Forecast, en 2019 el consumo de cerveza alcanzo 856 millones de litros, lo implicó un aumento de un 4,26% respecto a 2018.

En Argentina, en 2019 se estima que el consumo fue de 45 litros per cápita y total de 2.003 millones de litros, sin embargo, se experimentó una desaceleración respecto a 2018, explicado en gran parte a la crisis económica del país y entrada en vigencia de reforma tributaria que aumentó a un 52,5% en impuesto por la venta (20,5% en Chile)

⁶ Asociación de Productores de Cervezas de Chile A.G.

A continuación, se presenta serie correspondiente a consumos en los mercados que participa CCU:

Tabla 1 Volúmenes de Venta Cervezas por país

(Volumen: Millones de litros; Per Cápita: Litros)		2015	2016	2017	2018	2019
Chile	Volumen	767	780	799	821	856
	Per Cápita	43	43	43	44	46
Argentina	Volumen	1.875	1.778	2.032	2.080	2.003
	Per Cápita	43	41	46	47	45
Uruguay	Volumen	106	100	103	110	108
	Per Cápita	31	29	29	31	31
Paraguay	Volumen	290	297	303	327	329
	Per Cápita	43	43	44	46	46
Bolivia	Volumen				389	347
	Per Cápita				35	31

Fuente: Informe 20-F 2019 CCU

3.1.2. No alcohólicos

Esta industria se encuentra compuesta por una variedad de categorías las que se clasifican en bebidas gaseosas (colas y no colas), aguas embotelladas (incluyendo saborizadas y HOD), funcionales (energéticas y deportivas), jugos néctar y jugos en polvo. En Sudamérica, los líderes en la industria son Coca-Cola, PepsiCo y Danone.

En Chile, el principal actor es el grupo Coca-Cola, a través de sus subsidiarias Embonor y Embotelladora Andina que en conjunto concentran un 63,5% del mercado de gaseosas, seguido por CCU. En los últimos años se ha visto una disminución en el consumo de gaseosas, que llevo a una caída de 3,5% en el año 2018 y 0,3% en 2019, explicado principalmente por la tendencia de los consumidores en busca de productos más saludables, lo que se acentuó con la aplicación de la ley de etiquetado de alimentos.

Por su parte, las categorías de aguas embotelladas han experimentado un fuerte crecimiento durante los últimos años, pasando de un consumo per capita de 18 a 38 litros, entre 2008 y 2018. Este sector es dominado por CCU, a través de la marca Cachantun, seguido por Coca-Cola con las marcas Vital y Benedictino.

A continuación, se presenta serie de consumo por año totalizando todas las categorías en los países en donde opera CCU:

Tabla 2 Volúmenes de Venta No alcohólicos por país

(Volumen: Millones de litros; Per Cápita: Litros)		2015	2016	2017	2018	2019
Chile	Volumen	3.392	3.415	3.446	3.389	3.445
	Per Cápita	188	188	189	182	183
Uruguay	Volumen	779	810	845	862	896
	Per Cápita	225	233	242	245	255
Paraguay	Volumen	878	920	957	1.023	1.029
	Per Cápita	130	134	138	145	144
Bolivia	Volumen				1.347	1.282
	Per Cápita				121	113

Fuente: Informe 20-F 2019 CCU

3.1.3. Licores

También con una gran diversidad de categorías en donde destaca el pisco, whisky, vodka y ron, con productos de origen nacional e importados, que de acuerdo a estudios de Nielsen Retail, en Chile han tenido crecimientos de 13,3% en volumen y 18,1% en valor los últimos años. Los actores del mercado son Compañía Pisquera de Chile (perteneciente al grupo CCU) con las marcas de Pisco Mistral y Horcón Quemado y derivadas a las licencias de Pernod Ricard, Coopertativa Agrícola Pisquera Elqui con la marca Alto del Carmen, Cooperativa Capel, Concha y Toro con el producto Pisco Diablo, Santa Rita, DESA y Diageo.

A continuación, se presenta serie de consumo por año totalizando todas las categorías en los países en donde opera CCU:

Tabla 3 Volúmenes de Venta Licores por país

(Volumen: Millones de litros; Per Cápita: Litros)		2015	2016	2017	2018	2019
Chile	Volumen	71	71	72	76	79
	Per Cápita	4	4	4	4	4
Argentina	Volumen	130	130	135	153	162
	Per Cápita	3	3	3	3	3

Fuente: Informe 20-F 2019 CCU

3.1.4. Vinos

Incluye mercado de exportación y doméstico, destacando las variedades cabernet sauvignon, sauvignon blanc, merlot, chardonnay y carmenére. Se estima que, en 2017, Chile exportó un 9% del total del mercado internacional, posicionándose en el cuarto lugar. Adicionalmente, se estima que las exportaciones chilenas entre 2000 y 2018 crecieron a una tasa anual compuesta de 6,7% en volumen y 7,2% en valor, teniendo como principales países de destino a China (16%), Reino Unido (11%), Brasil (11%), Japón (11%), USA (7%) y Holanda (7%), con un precio promedio de USD 3,3 por litro. No obstante, en 2019 la exportación en volumen aumentó 3% al lograr 868,2 millones

de litros. Los principales actores en el mercado exportación son Concha y Toro, Viña San Pedro Tarapacá (Grupo CCU), Santa Carolina y Santa Rita, en el mercado doméstico son Santa Rita y Viña San Pedro Tarapacá:

A continuación, se incorpora serie con el volumen de exportación de origen Chile y mercado doméstico:

Tabla 4 Volúmenes de Venta Vinos por destino

En millones de litros	2015	2016	2017	2018	2019
Exportación	876	919	940	843	868
Doméstico	231	233	236	235	240
Total	1.107	1.152	1.176	1.078	1.108

Fuente: Informe 20-F 2019 CCU

3.1.5. Principales Competidores y Comparables

Considerando lo analizado en la sección de descripción de la Industria, se identificaron como empresas competidoras/comparables aquellas que desarrollan los mismos negocios que CCU en la región y principalmente en Chile y Argentina. Sin embargo, de igual manera se consideraron tres empresas líderes mundiales en la industria de Cervezas, Anheuser-Busch InBev y Heineken N.V., y gaseosas, Fomento Económico Mexicano (FEMSA) (Coca-Cola México). A su vez, estas empresas coinciden con lo reportado por la plataforma de Refinitiv⁷

- Anheuser-Busch InBev
Ticker o Nemo-técnico: BUD (NYSE)

AB InBev, es una empresa multinacional belga-brasileña, con sedes en Lovaina, Bélgica. Es el mayor fabricante mundial de cerveza, con una cuota del mercado mundial cercana al 25%.

En Chile, opera a través de su filial AB InBev (Ex Cervecería Chile) en donde produce cerca de 1 millón de hectolitros anuales con marcas como Corona, Budweiser, Stella Artois, Báltica y Becker. Se estima que su participación de mercado es de un 25,3%. AB InBev es una sociedad anónima cerrada.

En Argentina, a través de su subsidiaria Cervecería y Maltería Quilmes, empresa líder, produce y distribuye cervezas, gaseosas, aguas minerales, jugos e isotónicos, en alianza con PepsiCo y Nestlé.

⁷ Refinitiv es un proveedor global de datos e infraestructura del mercado financiero. La compañía fue fundada en 2018, siendo propiedad conjunta de Blackstone Group LP, que tiene una participación del 55% y Thomson Reuters, que posee el 45%.

Múltiplos:

	2018	2019	2020
Valor empresa/EBITDA	11,7	12,2	27,9
Valor Empresa/VENTAS	4,8	4,9	9,4
Precio/Utilidad por acción	26,5	15,7	(59,7)

Fuente: Elaboración propia con información financiera contenida en Estados Financieros

- Heineken N.V.
Ticker o Nemotécnico: HEIA (NYSE)

Empresa cervecera holandesa fundada en 1864, con presencia en Europa, Latinoamérica, África y Asia con 115 plantas productivas en 65 países. Con ventas de 23.894 millones de euros y más de 85.000, es considerada como la segunda empresa cervecera más importante, después de ABI.

En Chile, Argentina y Uruguay, participa indirectamente a través del grupo CCU, a través de un control compartido con el grupo Quiñenco.

Múltiplos:

	2018	2019	2020
Valor empresa/EBITDA	11,3	12,4	41,2
Valor Empresa/VENTAS	2,1	2,5	5,8
Precio/Utilidad por acción	23,4	26,0	(160,5)

Fuente: Elaboración propia con información financiera contenida en Estados Financieros

- Fomento Económico Mexicano (FEMSA)
Ticker o Nemotécnico: FMX (NYSE)

Es el más grande embotellador de productos Coca-Cola en el mundo por volumen, opera en México, Brasil, Colombia, Argentina, Guatemala, Venezuela, Nicaragua, Costa Rica, Panamá y Uruguay; en la industria cervecera es accionista de Heineken, una de las principales empresas cerveceras del mundo, que cuenta con operaciones en más de 70 países.

Múltiplos:

	2018	2019	2020
Valor empresa/EBITDA	13,59	12,75	11,47
Valor Empresa/VENTAS	1,8	1,69	1,53
Precio/Utilidad por acción	12,86	11,87	-1,03

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Refintiv

- Embotelladora Andina S.A.
Ticker o Nemo­t­ec­nico: Andina-A/Andina-B

Compa­nia dedicada a la producci­on y distribu­ci­on de bebidas refrescantes registrados bajo el nombre de The Coca-Cola Company. Mantiene operaciones en Chile, Brasil, Argentina y Paraguay.

En relaci­on al volumen de ventas en sus territorios franquiciados, en 2018 manten­ia el liderazgo en Chile respecto a otros embotelladores distintos de Coca-Cola con un 67,5% de participaci­on en el mercado de gaseosas. En Brasil, aunque existe un gran n­umero de embotelladores distintos a The Coca-Cola Company mantiene una posici­on de liderazgo con 63,2% en gaseosas. De la misma manera, en Argentina mantiene un 62,3% de participaci­on, mientras que en Paraguay alcanza un 68,9%.

La compa­nia es controlada conjuntamente por cinco familias chilenas: Chadwick Claro, Garc­es Silva, Hurtado Berger, Said Handal y Said Somav­ia, quienes en conjunto mantienen el 55,7% de las acciones Serie A y el 43,8% de las acciones Serie B.

M­ltiplos:

	2018	2019	2020
Valor empresa/EBITDA	9,46	7,04	18,89
Valor Empresa/VENTAS	1,75	1,44	3,20
Precio/Utilidad por acci ­ on	23,7	11,1	37,0

Fuente: Elaboraci­on propia con informaci­on financiera contenida en Estados Financieros

- Coca-Cola Embonor S.A.
Ticker o Nemo­t­ec­nico: Embonor-A/Embonor-B

Es una compa­nia dedicada hace 58 a­nos a la producci­on y distribu­ci­on de bebidas refrescantes bajo la licencia de The Coca-Cola Company, tanto en Chile como en Bolivia. En Chile, opera en los territorios de Arica, Iquique, Vi­na del Mar, Talca, Concepci­on y Puerto Montt.

En relaci­on al sistema Coca-Cola, EMBONOR en Chile representa cerca del 37,6% del volumen total de las ventas y en Bolivia alcanza aproximadamente el 96% de las ventas de productos Coca-Cola.

La compa­nia es actualmente controlada por la familia Vicu­nia con el 83,52% de las acciones serie A y el 20,46% de las acciones serie B, lo que en conjunto representa el 50,63% de la propiedad total.

Múltiplos:

	2018	2019	2020
Valor empresa/EBITDA	9,01	7,64	14,63
Valor Empresa/VENTAS	1,75	1,41	2,47
Precio/Utilidad por acción	18,4	14,4	41,4

Elaboración propia con información financiera contenida en Estados Financieros

- Viña Concha y Toro S.A.
Ticker o Nemo-técnico: CONCHATORO

Concha y Toro es un productor de vinos integrado verticalmente, con una estrategia de comercialización que le ha permitido ser considerada una de las compañías líderes tanto en el mercado local como internacional.

Concha y Toro es una de las compañías líder tanto en el mercado local como internacional, siendo considerada una de las 10 principales viñas a nivel mundial y dentro de los primeros lugares en diversos rankings internacionales. En el mercado nacional, tiene una participación de mercado de un 28,2% en volumen.

El grupo controlador de Concha y Toro mantiene el 39,19% de la propiedad de la compañía y es liderado por la Familia Guilisasti Gana (23,15%).

Múltiplos:

	2018	2019	2020
Valor empresa/EBITDA	15,07	13,19	20,27
Valor Empresa/VENTAS	2,11	2,12	3,75
Precio/Utilidad por acción	20,67	20,46	32,39

Elaboración propia con información financiera contenida en Estados Financieros

3.2. Descripción de la empresa y su historia

3.2.1. Descripción de la empresa

Compañía Cervecerías Unidas S.A. (en adelante como "CCU") es una empresa diversificada de bebidas, con operaciones principalmente en Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay, Colombia y Bolivia. CCU es el mayor cervecero chileno, el segundo cervecero en Argentina, el segundo mayor productor de gaseosas en Chile, el segundo mayor productor de vinos en Chile, el mayor productor de agua embotellada, néctares, bebidas deportivas y té helado en Chile y uno de los mayores fabricantes de pisco en Chile. También participa en el negocio de Home and Office Delivery ("HOD"), un negocio de entrega a domicilio de agua purificada en botellones mediante el uso de dispensadores; en la industria del ron, otros licores, recientemente en sidras en Chile. Participa en la industria de las sidras, licores y vinos en Argentina. También participa en la industria de aguas minerales, gaseosas, aguas, néctares y en la distribución de cerveza en Uruguay, Paraguay, Colombia y Bolivia.

CCU es controlada por Inversiones y Rentas S.A. (IRSA), la cual es propietaria en forma directa e indirecta del 60% de las acciones de la Compañía. IRSA es un negocio conjunto entre Quiñenco S.A. y Heineken Chile Limitada, empresa controlada por Heineken Américas B.V., ambos con una participación patrimonial de un 50%.

CCU se originó en 1902, producto de la fusión entre Fabrica Nacional de Cerveza y Fabrica de Cerveza y Hielo de Gubier y Cousiño. En 1916 ingresa al negocio de gaseosas con la marca Bilz, luego de la adquisición de la empresa Ebner. Posteriormente, en 1942 se lanza al mercado la marca Escudo, para luego, en 1959, empieza a producir bajo licencia la marca Pepsi-Cola, y al año siguiente adquiere la marca aguas Cachantun y sus instalaciones en Coinco.

En 1986, El grupo Luksic, a través de Quiñenco S.A., y el grupo alemán Schörghuber, a través de Paulaner-Salvator A.G., forman en partes iguales la empresa Inversiones y Rentas S.A., la cual adquiere el 64,3% de CCU.

En 1994, ingresa al negocio del vino a través de la adquisición de Viña San Pedro S.A., hoy Viña San Pedro Tarapacá S.A.

En 1995, CCU ingresa al mercado cervecero argentino a través de la adquisición de dos cervecerías regionales: Compañía Industrial Cervecera S.A. de Salta y Cervecería Santa Fe S.A. Además, ese mismo año, firma un joint-venture con Anheuser-Busch, que adquiere el 4,4% de su filial en Argentina, para producir, vender y distribuir la marca Budweiser en Argentina.

En 2003, Heineken N.V. ingresa a la propiedad de CCU a través de la adquisición de Finance Holding International, dueño del 50% de Inversiones y Rentas S.A., accionista controlador de CCU. Comienza a producir y comercializar cerveza Heineken en Chile y Argentina. Ese mismo año, CCU ingresa al negocio del pisco en Chile con la marca Ruta Norte.

En 2012, CCU adquiere las sociedades uruguayas Milotur S.A., Marzurel S.A. y Coralina S.A., entrando a Uruguay con la producción y comercialización de aguas minerales y bebidas gaseosas bajo las marcas Nativa y Nix, respectivamente. a través de Aguas CCU-Nestlé Chile S.A., adquiere el 51% de Manantial S.A., negocio de entrega a domicilio de agua purificada en botellones mediante el uso de dispensadores (Home & Office Delivery "HOD").

En 2013, CCU ingresa a Paraguay en el negocio de la producción, comercialización y distribución de bebidas tanto alcohólicas como no alcohólicas, bajo diversas marcas, propias, licenciadas e importadas, mediante la adquisición del 50,005% de Bebidas del Paraguay S.A. y el 49,96% de Distribuidora del Paraguay S.A., ambas sociedades paraguayas.

En 2014, CCU ingresa al mercado boliviano con la producción y comercialización multicategoría de bebidas alcohólicas y no alcohólicas a través de una asociación con el Grupo Monasterio, adquiriendo el 34% de Bebidas Bolivianas BBO S.A., con la opción

de adquirir una participación adicional que le permita ser propietaria del 51% de las acciones de dicha sociedad.

En 2016, CCU y Grupo Postobón, a través de su negocio conjunto Central Cervecera de Colombia S.A.S., comienzan la construcción de una planta de producción de cervezas y maltas, con una capacidad anual de 3 millones de hectolitros. Asimismo, adquieren Artesana Beer Company S.A., relacionada a la marca de cerveza artesanal 3 Cordilleras.

Finalmente, durante 2019, CCU inicia la construcción de una nueva planta productiva para bebidas no alcohólicas, que se espera esté operativa a fines del año 2020 y que se sumará al centro de distribución inaugurado el año 2018. Este proyecto, que es parte del Proyecto CCU Renca, incorpora la última tecnología para una producción y distribución eficiente y sustentable. Adicionalmente, CCU marca un récord en volumen de ventas al superar los 30 millones de hectolitros en el año. Por su parte, los Ingresos por ventas alcanzaron a CLP 1.822.541 millones, debido a un crecimiento de 5,3% en volúmenes, manteniendo o aumentando la participación de mercado en las principales categorías.

3.2.2. Accionistas

Actualmente, CCU se encuentra inscrita en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), bajo el N° 0007. Sus acciones se cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile y Bolsa Electrónica de Chile. También se encuentra registrada en la Comisión de Bolsas y Valores de los Estados Unidos de Norteamérica (Securities and Exchange Commission) y cotiza sus American Depositary Shares (ADS) en la Bolsa de Nueva York (NYSE), las que tienen una equivalencia de dos acciones ordinarias por cada ADS.

Al 30 de junio de 2020, CCU mantiene 369.502.872 acciones ordinarias de serie única, distribuida a través de los siguientes 12 principales accionistas:

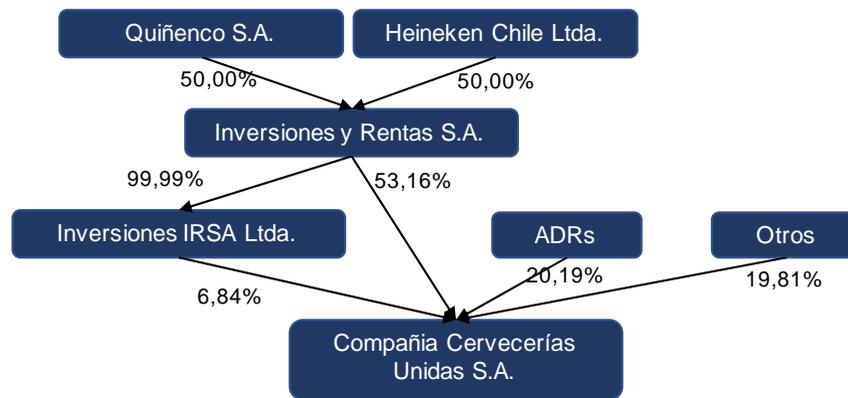
Tabla 5 Principales accionistas

Accionista	Número de acciones	Participación
Inversiones y Rentas S.A.	196.421.725	53,16%
JP Morgan Chase Bank (ADRs)	73.813.107	19,98%
Inversiones IRSA Ltda.	25.279.991	6,84%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	19.793.701	5,36%
Banco Itaú Corpbanca por cta. de inversionistas extranjeros	13.469.185	3,65%
Banco Santander por cuenta de inversionistas extranjeros	13.408.418	3,63%
Banco de Chile por cuenta de CITI NA New York	3.721.223	1,01%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	2.526.840	0,68%
Larrain Vial S.A. Corredores de Bolsa	2.002.546	0,54%
Banco de Chile por cuenta de CEP Luxembourg Clientes	1.721.274	0,47%
Cía. de Seguro de Vida Consorcio Nacional de Seguros S.A.	1.629.831	0,44%
Banco de Chile por cuenta de CITI NA London Clientes	1.445.982	0,39%
Total 12 principales accionistas	355.233.823	96,15%

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero, Junio 2020.

De acuerdo a listado anterior y según información presentada por CCU, se puede resumir de la siguiente manera la estructura accionaria, identificando el control societario por parte de Inversiones y Renta S.A. al poseer un 60% de las acciones (sumando su participación indirecta a través de su subsidiaria Inversiones IRSA Ltda.), a su vez corresponde a un Negocio Conjunto entre el Grupo Quiñenco y el Grupo Heineken:

Tabla 6 Estructura de control sobre CCU S.A..



Fuente: Informe 20-F CCU, 2019.

3.2.3. Dividendos

Por lo general CCU ha mantenido una política de pago de dividendos correspondientes al 50% de la utilidad del ejercicio del año anterior, pagadas en dos series, la primera en calidad de provisoria durante diciembre o enero de cada año y la segunda en calidad definitiva, pagado en abril de cada año de acuerdo a lo aprobado en la Junta Ordinaria de Accionistas.

La distribución de los últimos años ha ido aumentando en relación a la utilidad del ejercicio. Las distribuciones de las utilidades del ejercicio de 2016, 2017, 2018 y 2019 fueron de 55%, 51%, 60% y 72,4%, respectivamente.

A continuación, se presentan listado de los pagos de dividendos desde 2016:

Tabla 7 Pago de dividendos entre los años 2016 y 2020

Nº Dividendo	Fecha de pago	Tipo de dividendo	Dividendo por acción (\$)	Total, Dividendo (M\$)	Relacionado con ejercicio	% Utilidad del ejercicio
250	08-01-16	Provisorio	66	24.387.190	2015	20,2%
251	22-04-16	Definitivo	97,47388	36.016.879	2015	29,8%
252	06-01-17	Provisorio	66	24.387.190	2016	20,6%
253	26-04-17	Definitivo	110,32236	40.764.429	2016	34,4%
254	05-01-18	Provisorio	70	25.865.201	2017	20,0%
255	26-04-18	Definitivo	108,88833	40.234.551	2017	31,0%
256	04-01-19	Provisorio	140	51.730.402	2018	16,9%
257	29-04-19	Definitivo	358,3303	132.404.075	2018	43,1%
258	26-12-19	Provisorio	75	27.712.715	2019	21,3%
259	24-04-20	Definitivo	179,95079	66.492.334	2019	51,1%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU.

3.2.4. Segmentos de Operación

CCU, a través de su diverso portafolio de marcas y productos, opera en los países de Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia y Colombia⁸, que de acuerdo a sus reportes financieros y memorias segmenta sus operaciones en base a los ingresos de las actividades de negocios provenientes de las zonas geográficas donde comercializa sus productos, lo que se traduce en lo siguiente:

1. Chile: Industria de Cervezas, Bebidas sin alcohol, Licores y Unidades Estratégica de Negocios. No incluye el negocios de Vino.
2. Negocios Internacionales: Industria de Cervezas, Sidras, Bebidas sin alcohol, y Licores en los países de Argentina, Uruguay, Paraguay y Bolivia.
3. Vinos: Principalmente de origen Chile con destinos a mercados de exportación de más de 80 países.

Adicional a los Segmentos de Operación mencionados anteriormente, se identifica un cuarto grupo denominado como Otros, el cual se describe como Unidades de Apoyo Corporativo (UAC) lo que incluye Funciones Corporativas, Centros de Excelencia y Servicios Compartidos, además de las eliminaciones contables por transacciones entre Segmentos.

En la siguiente tabla se resume información de cada uno de los Segmentos de Operación, describiendo categorías y geografías e incluyendo cifras a diciembre 2019:

⁸ Cifras de negocios y financieras no se consolidan en los Estados Financieros Consolidados de CCU debido a que corresponde a un Negocio Conjunto con Grupo Postobón, por lo que sus efectos son reconocidos de acuerdo con el tratamiento contable de Inversiones contabilizadas por el método de la participación.

Tabla 8 Información descriptiva de Segmentos de operación

	Total	Chile	Negocios Internacionales	Vino	Otros	Negocios Conjuntos y Asociadas
Categorías:	5 categorías	Cervezas No alcohólicas Licores	Cervezas No alcohólicas Sidra Licores Malta	Vino Espumantes	Funciones Corporativas Centro de Excelencia Servicios Compartidos	Cervezas Malta
Geografías	6 países	Chile	Argentina Uruguay Paraguay Bolivia	Chile Argentina Exportación a 80 países	Chile, Apoyo Corporativo a todos los segmentos de operación	Colombia Chile
Volúmenes: (en miles de Hectolitros)	30.032	65,9%	29,6%	4,6%	-0,2%	
Ventas Netas: (en MM\$)	1.822.540	63,9%	25,5%	11,6%	-1,0%	
EBITDA: (en MM\$)	335.829	79,4%	13,9%	11,4%	-4,7%	
Margen EBITDA:	18,4%	22,9%	10,1%	18,0%	No aplica	
Activos: (en MM\$)	2.353.691	53,3%	19,6%	16,2%	10,9%	

Fuente: Elaboración propia con información de Presentación a Inversionistas de 30 de junio de 2020 y Estados Financieros Consolidados de diciembre 2019.

Respecto la producción, comercialización y distribución, CCU posee 32 plantas productivas, 15 en Chile, 10 en Negocios Internacionales y 5 en Vinos, y 42 centros de distribución, 30 en Chile y 13 en Negocios Internacionales.

3.2.5. Principales Subsidiarias

A continuación, se presenta una breve descripción de las principales que forman parte de los segmentos de operación indicados anteriormente⁹:

Chile:

- Cervecera CCU Chile Ltda.
Participación de CCU: 100%

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

El objeto social 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,

⁹ En Anexos se presenta malla completa de CCU a diciembre 2019.

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.

- Cervecería Kunstmann S.A.
Participación de CCU: 50,0007%

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

El objeto de la sociedad es la producción, compra, venta, distribución, importación, exportación y comercialización en cualquier forma, por cuenta propia o de terceros, de toda clase de cervezas, y de los insumos, máquinas, materias primas, y productos destinados a fabricarlas, producirlas, conservarlas y transportarlas, como también todas las actividades relacionadas con las indicadas.

- Embotelladoras Chilenas Unidas S.A.
Participación de CCU: 99,9837%

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración, envasado y comercialización de bebidas no alcohólicas y aguas envasadas bajo marcas propias, contratos de licencia o de distribución.

El objeto de la sociedad será: (i) la elaboración, envase, compra, venta, comercialización, 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 comercialización al por menor de bebidas analcohólicas en general y de mercaderías, entre otras formas, a través de la utilización de máquinas automáticas de expendio directo al público.

- Compañía Pisquera de Chile S.A.
Participación de CCU: 80%

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

El objeto de la sociedad es la 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.

Negocios Internacionales:

- Compañía Industrial Cervecera S.A.
Participación CCU: 100%

Esta sociedad desarrolla actividades de elaboración y comercialización de cervezas, bebidas malteadas y malta en Argentina.

El objeto de la sociedad es realizar, por cuenta propia de terceros y/o asociada a terceros, en Argentina o en el exterior, las siguientes actividades: elaboración, fraccionamiento y comercialización de cerveza y malta, sus productos derivados, anexos y afines; explotación directa o indirecta de cebada cervecera, lúpulo y su cultivo; elaboración, fraccionamiento y comercialización de bebidas gaseosas y aguas minerales.

- Bebidas del Paraguay S.A.
Participación CCU: 50%

Esta sociedad desarrolla principalmente actividades de elaboración y distribución de bebidas con y sin alcohol en Paraguay.

La sociedad tiene por objeto dedicarse por cuenta propia o asociada a terceros, a la producción, industrialización, importación, exportación, representación, distribución y comercialización de todo tipo de bebidas y en general a cualquier otro acto lícito de comercio.

- Milotur S.A.
Participación CCU: 100%

Esta sociedad desarrolla actividades de extracción, envasado y comercialización de agua mineral y otras bebidas no alcohólicas elaboradas a partir del agua extraída e importa y comercializa cerveza y sidra en Uruguay.

- Bebidas Bolivianas BBO S.A.
Participación CCU: 50%

Esta sociedad desarrolla actividades de producción y comercialización de bebidas alcohólicas y analcohólicas en Bolivia.

Vinos:

- Viña San Pedro Tarapacá S.A.
Participación CCU: 83,0057%

Sociedad anónima abierta chilena, que desarrolla actividades de elaboración, envasado, venta, distribución, promoción y comercialización de vinos, espumantes y coolers bajo marcas propias o licenciadas para el mercado doméstico chileno y exportaciones.

- Finca la Celia S.A.
Participación CCU: 100%

Esta sociedad argentina desarrolla actividades de producción, elaboración, envasado, venta, promoción y comercialización de vinos argentinos, bajo marcas propias o por medio de contratos de licencia o distribución, destinados al mercado doméstico y de exportación.

3.2.6. Marcas y Licencias

A continuación, se presentada un listado de las Marcas y Licencias utilizadas en cada una de los segmentos de operación:

Tabla 9 Marcas por Segmento de operación

Segmento de operación:	Marcas Propias:	Licencias:
Chile	Royal Guard, Cristal, Escudo, Cristal Cero, Kunstmann, Bilz y Pap, Cachantun, Manantial, Pisco Mistral.	Heineken, Sol, Pepsi, Canada Dry, Nestlé Pure Life, Lipton, Watt´s, Gatorade, Redbull, Havana Club, Absolut Vodka, Ballantines
Negocios Internacionales	Isenbeck, Schneider, Cordillera, Sajonia, Kunstmann, Imperial, Pulp, Nix, Mendocina, Nativa, La Fuente, Real, La Victoria y 1888	Heineken, Sol, Miller, Watt´s.
Vinos	Gato, Viñamar de Casablanca, Tarapacá, La Celia, Graffigna	

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU.

3.2.7. Regulación y fiscalización

- Mercado de Valores en Chile

CCU, en su carácter de sociedad anónima abierta, se encuentra regulada por la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores, la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas y su Reglamento contenido en el Decreto Supremo N° 702 del Ministerio de Hacienda de 2011 y la normativa dictada al efecto por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

- Mercado de Valores en Estados Unidos de América

CCU, en su calidad de emisor de American Depositary Reciepts (“ADRs”), que actualmente se transan en el New York Stock Exchange (“NYSE”), se encuentra sujeta, en lo que fuere aplicable, al Securities Exchange Act de 1934, Sarbanes-Oxley Act de

2002 (“Ley Sarbanes Oxley” o “SOX”) y a la normativa dictada al efecto por la Securities and Exchange Commission (“SEC”) y el NYSE.

- Producción, elaboración y comercialización de Bebidas Alcohólicas en Chile

A través de la Ley N° 18.455, Decreto N° 78 del Ministerio de Agricultura y Ley N° 19.925 se regula la inscripción de bebidas alcohólicas comercializada, requisitos de rotulación y disposición de horario, establecimientos autorizados, comercialización y prohibición de suministro a menores de 18 años de edad.

- Etiquetados de Alimentos en Chile

Ley N° 20.606 de 2012 sobre Composición Nutricional de los Alimentos y su Publicidad que entro en vigencia el 11 de junio de 2018, que establece ciertas restricciones y exigencias en materia de publicidad, rotulación y comercialización a aquellos alimentos que sean calificados “altos en” en algunos nutrientes críticos.

En 2020, entró en vigencia la tercera etapa, elevados estándares de exigencia de los límites de grasas, calorías, azúcares y sodio en los alimentos que se comercializan

- Código Alimentario de Argentina

A través de la ley nacional N° 18.824, el código regula todo lo relacionado con la elaboración, importación, exportación, comercialización, rotulado de alimentos, condimentos y bebidas.

- Lucha contra el alcoholismo en Argentina

A través de la ley N° 24.788 regula venta y consumo de bebidas alcohólicas y su publicidad, determinando horarios y restricciones

4. ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA

4.1. Estado Consolidado de situación financiera

Los Estados Financieros de CCU corresponde a los Consolidados y se preparan de acuerdo con la normativa IFRS, con ciertas excepciones indicadas en la nota de Cambios Contables. La moneda de presentación es el peso chileno y se preparan bajo el criterio de costo histórico, sin embargo, ciertos activos y pasivos financieros son medidos a sus valores razonables. Los activos y pasivos se clasifican en función de sus vencimientos entre corrientes y no corrientes, según su vencimiento esperado en tramos de doce meses.

En las siguientes tablas se presentan los Estados Financieros Consolidado de CCU desde el año 2016 a junio de 2020. Las cifras son presentadas en miles de Unidades de Fomento, de acuerdo con la UF de cierre a cada fecha:

Tabla 10 Estado de Situación Financiera - Activos

Estado de Situación Financiera en Miles de UF:	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Activos Corrientes:					
Efectivo y Equivalente Efectivo	5.077,81	6.345,39	11.572,82	6.936,41	9.084,31
Otros activos financieros	319,06	400,18	825,13	346,71	353,88
Otros activos no financieros	601,91	590,87	684,23	791,09	722,51
Deudores Comerciales y otra cuentas por cobrar	10.656,10	10.680,35	11.634,07	10.597,48	7.637,20
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	133,74	216,83	110,60	115,81	88,96
Inventarios	7.563,79	7.537,38	8.273,38	8.210,35	10.224,18
Activos biológicos corrientes	301,67	304,41	307,99	334,13	39,58
Activos por impuestos	1.116,73	1.045,89	627,68	534,52	609,47
Activos Corrientes Totales	25.770,81	27.121,32	34.035,91	27.866,49	28.760,10
Activos no corrientes mantenidos para la Venta	90,25	86,04	100,87	13,53	14,04
Activos Corrientes Totales	25.861,06	27.207,36	34.136,78	27.880,02	28.774,13
Activos No Corrientes:					
Otros activos financieros	7,73	71,58	120,62	164,98	206,47
Otros activos no financieros	203,78	173,33	181,64	248,76	295,97
Cuentas por cobrar, no corrientes	135,26	148,31	122,00	113,90	41,55
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	13,54	9,65	6,92	4,17	3,10
Inversiones contabilizadas por método de la participación	2.444,40	3.704,37	5.151,96	4.807,43	5.033,77
Activos intangibles distintos a Plusvalía	2.948,19	2.874,55	4.315,64	4.437,26	4.613,30
Plusvalía	3.668,71	3.530,75	4.463,68	4.413,84	4.442,32
Propiedades, plantas y equipo	34.303,64	34.252,88	37.048,34	37.857,02	38.432,66
Propiedades de inversión	237,36	-	-	293,65	296,80
Activos por Derecho de Uso	-	217,38	316,19	911,49	852,03
Activos por impuestos diferidos	1.209,38	1.505,75	1.367,31	1.926,13	1.871,70
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	-	49,12	46,11	81,42	0,95
Activos No Corrientes Totales	45.171,98	46.537,65	53.140,42	55.260,06	56.090,62
Total Activos	71.033,04	73.745,01	87.277,20	83.140,08	84.864,75

Fuente: Elaboración Propia con información de Estados Financieros de CCU.

Se describen los rubros más importantes:

- Efectivos y equivalentes al efectivo

Incluye el efectivo en caja, saldos en banco, depósitos a plazo, inversiones en fondos mutuos e instrumentos financieros adquiridos con compromiso de retroventa (pactos) e inversiones a corto plazo pactados a una tasa de interés fija con vencimiento hasta de tres meses.

- Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar

Se compone de las cuentas por cobrar comerciales mantenidas con clientes minoristas, mayoristas y cadenas de supermercados de mercados domésticos y cuentas por cobrar por exportaciones. A su vez, estas cuentas por cobrar se estratifican según vigencia y antigüedad, y se encuentran netas de provisión de incobrabilidad de acuerdo con la pérdida crediticia esperada.

- Inventarios

Los inventarios se valorizan al menor valor entre su costo de adquisición o producción y su valor neto realizable. El costo de producción de los productos terminados y de los productos en proceso incluye las materias primas, la mano de obra directa, los gastos indirectos de fabricación basados en una capacidad operativa normal y otros costos incurridos para dejar los productos en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta, netos de descuentos atribuibles a los inventarios.

- Propiedades, plantas y equipos

Son registrados al costo histórico, menos depreciaciones acumuladas y pérdidas por deterioro. El costo incluye tanto los desembolsos directamente atribuibles a la adquisición o construcción del activo, como así también los costos por intereses incurridos para la construcción de cualquier activo calificado, los que se capitalizan durante el ejercicio de tiempo que es necesario para completar y preparar el activo para el uso que se pretende. La depreciación de PPE es calculada linealmente basada en la vida útil estimada de dichos bienes, considerando el valor residual estimado de éstos.

- Plusvalía

La plusvalía representa el exceso del costo de adquisición de una combinación de negocios sobre la participación en el valor razonable de los activos identificables, pasivos y pasivos contingentes de la subsidiaria a la fecha de adquisición y es contabilizado a su valor de costo menos pérdidas acumuladas por deterioro. La plusvalía relacionada con adquisiciones de negocios conjuntos se incluye en el valor contable de la inversión.

Tabla 11 Estado de Situación Financiera – Pasivos y Patrimonio

Estado de Situación Financiera en Miles de UF:	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Pasivos Corrientes:					
Otros pasivos financieros	2.530,74	1.999,83	2.276,99	2.244,04	3.366,45
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	9.855,70	10.511,24	11.005,68	10.832,08	7.428,84
Pasivos por Arrendamiento	-	-	-	171,57	166,08
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	361,70	375,74	251,65	317,18	312,53
Otras provisiones	15,53	13,05	14,69	107,42	104,79
Pasivos por impuestos	448,10	840,60	2.752,88	724,28	608,52
Provisiones por beneficios a empleados	866,79	978,89	1.153,39	966,31	843,09
Otros pasivos no financieros	2.708,75	2.772,52	5.969,56	1.708,23	731,45
Pasivos Corrientes Totales	16.787,31	17.491,87	23.424,84	17.071,11	13.561,74
Pasivos No Corrientes:					
Otros pasivos financieros	4.476,40	6.007,94	8.277,84	8.249,97	14.556,71
Pasivos por Arrendamiento No Corrientes	-	-	-	996,58	970,39
Otras cuentas por pagar	41,10	20,22	0,45	0,94	0,83
Otras provisiones, no corrientes	50,23	46,29	269,38	18,79	20,50
Pasivo por Impuestos diferidos	3.293,99	3.520,77	3.936,04	4.647,93	4.547,85
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	828,62	877,56	975,89	1.185,84	1.286,07
Pasivos No Corrientes Totales	8.690,34	10.472,78	13.459,61	15.100,05	21.382,35
Total, Pasivos	25.477,64	27.964,65	36.884,45	32.171,16	34.944,08
Patrimonio:					
Capital emitido	21.356,22	20.997,48	20.412,74	19.876,18	19.608,49
Otras reservas	- 5.426,35	- 6.645,06	- 5.479,55	- 4.857,04	- 4.578,96
Resultado Acumulado	24.957,44	26.735,40	31.505,78	31.892,10	30.952,23
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	40.887,31	41.087,82	46.438,96	46.911,23	45.981,75
Participaciones no controladoras	4.668,08	4.692,55	3.953,79	4.057,69	3.938,92
Patrimonio Total	45.555,39	45.780,36	50.392,75	50.968,93	49.920,67
Total Pasivos y Patrimonio	71.033,04	73.745,01	87.277,20	83.140,08	84.864,75

Fuente: Elaboración Propia con información de Estados Financieros de CCU.

Se describen los rubros más importantes:

- Otros pasivos financieros

Incluye préstamos y obligaciones financieras que devengan intereses, instrumentos financieros derivados (mantenidos para negocios y cobertura) y depósitos recibidos en garantías de envases y contenedores.

- Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar

Las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar se reconocen a su valor nominal, debido a que no difiere significativamente de su valor razonable. La Compañía ha determinado que no existe una diferencia significativa de utilizar el cálculo del costo amortizado del método de tasa de interés efectiva.

- Beneficios a empleados

Incluye vacaciones de los empleados, beneficios a empleados e indemnización por años de servicios.

Tabla 12 Activos en relación a Total de Activos

Estado de Situación Financiera en relación Total Activos:	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Activos Corrientes:					
Efectivo y Equivalente Efectivo	7,1%	8,6%	13,3%	8,3%	10,7%
Otros activos financieros	0,4%	0,5%	0,9%	0,4%	0,4%
Otros activos no financieros	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	0,9%
Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar	15,0%	14,5%	13,3%	12,7%	9,0%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%
Inventarios	10,6%	10,2%	9,5%	9,9%	12,0%
Activos biológicos corrientes	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,0%
Activos por impuestos	1,6%	1,4%	0,7%	0,6%	0,7%
Activos Corrientes Totales	36,3%	36,8%	39,0%	33,5%	33,9%
Activos no corrientes mantenidos para la Venta	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Activos Corrientes Totales	36,4%	36,9%	39,1%	33,5%	33,9%
Activos No Corrientes:					
Otros activos financieros	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Otros activos no financieros	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%
Cuentas por cobrar, no corrientes	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inversiones contabilizadas por método de la participación	3,4%	5,0%	5,9%	5,8%	5,9%
Activos intangibles distintos a Plusvalía	4,2%	3,9%	4,9%	5,3%	5,4%
Plusvalía	5,2%	4,8%	5,1%	5,3%	5,2%
Propiedades, plantas y equipo	48,3%	46,4%	42,4%	45,5%	45,3%
Propiedades de inversión	0,3%	0,0%	0,0%	0,4%	0,3%
Activos por Derecho de Uso	0,0%	0,3%	0,4%	1,1%	1,0%
Activos por impuestos diferidos	1,7%	2,0%	1,6%	2,3%	2,2%
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Activos No Corrientes Totales	63,6%	63,1%	60,9%	66,5%	66,1%
Total, Activos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración Propia con información de Estados Financieros de CCU.

Al revisar la composición de los activos, en cada año, los Activos No Corrientes representan más del 60% del total de Activos, explicado por la importancia relativa del rubro de Propiedades, Plantas y Equipo que representa un 45% de los Activos, lo que se explicaría por la inversión de activos de capital para llevar a cabo las operaciones que se materializan en 32 plantas productivas. Otros dos rubros de importancia en los Activos No Corrientes, son Plusvalía y Activos Intangibles distintos a Plusvalía. En ambos casos se explicaría por las múltiples adquisiciones de negocios a lo largo de la

historia de la Compañía, que le ha permitido lograr crecimiento inorgánico e ingresar a distintas industrias y países.

Por otra parte, los Activos Corrientes se han mantenido entre un 35% y 40% del Total de Activos. Destacan los rubros de Deudores Comerciales, Efectivo y equivalentes al efectivo e Inventarios, los cuales son claves en la operación de CCU. Pasivos en relación con el Total Pasivos por año:

Tabla 13 Pasivos en relación al total

Estado de Situación Financiera en relación Total Pasivos:	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Pasivos Corrientes:					
Otros pasivos financieros	3,56%	2,71%	2,61%	2,70%	3,97%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	13,87%	14,25%	12,61%	13,03%	8,75%
Pasivos por Arrendamiento	0,00%	0,00%	0,00%	0,21%	0,20%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	0,51%	0,51%	0,29%	0,38%	0,37%
Otras provisiones	0,02%	0,02%	0,02%	0,13%	0,12%
Pasivos por impuestos	0,63%	1,14%	3,15%	0,87%	0,72%
Provisiones por beneficios a empleados	1,22%	1,33%	1,32%	1,16%	0,99%
Otros pasivos no financieros	3,81%	3,76%	6,84%	2,05%	0,86%
Pasivos Corrientes Totales	23,63%	23,72%	26,84%	20,53%	15,98%
Pasivos No Corrientes:					
Otros pasivos financieros	6,30%	8,15%	9,48%	9,92%	17,15%
Pasivos por Arrendamiento No Corrientes	0,00%	0,00%	0,00%	1,20%	1,14%
Otras cuentas por pagar	0,06%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%
Otras provisiones, no corrientes	0,07%	0,06%	0,31%	0,02%	0,02%
Pasivo por Impuestos diferidos	4,64%	4,77%	4,51%	5,59%	5,36%
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	1,17%	1,19%	1,12%	1,43%	1,52%
Pasivos No Corrientes Totales	12,23%	14,20%	15,42%	18,16%	25,20%
Total Pasivos	35,87%	37,92%	42,26%	38,70%	41,18%
Patrimonio:					
Capital emitido	30,07%	28,47%	23,39%	23,91%	23,11%
Otras reservas	-7,64%	-9,01%	-6,28%	-5,84%	-5,40%
Resultado Acumulado	35,13%	36,25%	36,10%	38,36%	36,47%
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	57,56%	55,72%	53,21%	56,42%	54,18%
Participaciones no controladoras	6,57%	6,36%	4,53%	4,88%	4,64%
Patrimonio Total	64,13%	62,08%	57,74%	61,30%	58,82%
Total Pasivos y Patrimonio	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración Propia con información de Estados Financieros de CCU.

La composición de los Pasivos se ha mantenido estable durante los años 2016 a 2019, con el Patrimonio sobre el 60%, Pasivos a Corto Plazo por sobre un 20% y Pasivos a Largo Plazo aumentando durante los años, pero siempre inferior a un 20%. No obstante,

en junio de 2020 se observa un incremento del Pasivo No Corriente explicado por emisión de deuda a fines de este mes (Ver sección Deuda Financiera).

En Patrimonio el rubro más relevante es Resultado Acumulado tiende a estar sobre un 35% del total Pasivos, que se puede explicar a la retención año a año del 50% de las utilidades netas. En los Pasivos Corrientes los rubros más significativos son Cuentas por Pagar Comerciales y Otros Pasivos Financieros. Respecto al Pasivos No Corriente las cuentas más relevantes son Otros pasivos Financieros, el cual sufrió un importante incremento en junio 2020 de 10% en años anteriores a 17%, y Pasivos por Impuestos Diferidos.

4.2. Estado Consolidado de Resultados por Función

A continuación, se presenta el Estado Consolidado de Resultado de CCU para los años 2016-2020 y periodo finalizado al 30 de junio de 2020. Las cifras son expresadas en miles de UF. Posteriormente, para efectos de análisis, se presenta los resultados en relación a los Ingresos de actividades ordinarias, de manera de determinar los distintos márgenes y explicación de costos y gastos. Ambos reportes se presentan de acuerdo relevancia de costos y gastos por función:

Tabla 14 Estados de Resultados por función

Estado de Resultado Integral por Función en miles de UF:	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Ingresos de actividades ordinarias	59.165,74	63.376,07	64.691,86	64.378,12	28.909,84
Costos de Ventas	28.154,72	29.805,75	31.198,50	32.084,78	15.376,41
Margen Bruto	31.011,02	33.570,32	33.493,36	32.293,34	13.533,43
Otros ingresos, por función	195,24	250,69	8.287,63	797,77	296,43
Otros gastos, por función	7.416,59	10.830,12	11.405,12	8.529,86	5.733,43
Costos de distribución	10.279,19	5.318,08	5.527,74	11.569,93	2.340,18
Gastos de administración	5.895,04	8.907,49	7.844,38	4.838,42	3.840,28
Otras ganancias (pérdidas)	316,76	287,96	146,18	111,51	189,87
Resultado de la operación	7.298,69	8.477,36	17.149,93	8.264,41	2.105,84
Ingresos Financieros	215,58	188,48	572,97	463,36	71,04
Costos financieros	770,73	901,79	854,71	979,17	466,07
Participación utilidad (pérdida) en asociadas o negocios conjuntos	211,04	317,10	392,35	580,42	184,94
Diferencias de cambio	17,34	95,64	119,70	319,82	221,46
Resultados por unidades de reajuste	85,28	4,12	26,92	291,59	55,26
Ganancias (pérdidas) antes de impuesto	6.464,57	7.347,18	16.622,46	6.556,76	1.692,08
Gasto (ingreso) por impuestos a las ganancias	1.147,96	1.820,36	4.938,25	1.412,08	567,33
Ganancias (pérdida) procedente de operaciones continuadas	5.316,61	5.526,82	11.684,21	5.144,68	1.124,76
Ganancia (pérdida) atribuible a propietarios no controladores	820,72	690,39	551,18	547,65	114,95
Ganancia (pérdida) atribuible a propietarios de la controladora	4.495,88	4.836,43	11.133,03	4.597,03	1.009,81
Depreciación y Amortización	3.170,19	3.440,52	3.384,24	3.709,68	1.930,64
EBITDA	10.468,88	11.917,88	20.534,17	11.974,10	4.036,48

Fuente: Elaboración Propia con información de Estados Financieros de CCU.

Se describen los rubros más importantes:

Ingresos de actividades ordinarias: Corresponde principalmente al reconocimiento de ingresos por venta de productos tales como cervezas, no alcohólicos, vinos y licores, menos gastos para disposición en los puntos de venta.

Costos de Ventas: Incluyen costos de productos vendidos que incluyen materias primas, costo de envasado, mano de obra del personal de producción, depreciación de activos relacionados a la producción, depreciación de envases retornables, pagos por licencias entre otros.

Otros gastos, por función: Incluyen gastos de publicidad y promoción, depreciación de activos de venta, gastos de venta, gastos de marketing y remuneraciones de personal de marketing y ventas

Costos de distribución: Comprenden todos aquellos gastos necesarios para entregar los productos a los clientes.

Gastos de administración: Comprenden remuneraciones del personal de las unidades de apoyo, depreciaciones de oficinas, equipos, instalaciones y muebles, amortizaciones de activos no corrientes y otros gastos generales y de administración.

Estados de Resultados en relación con los Ingresos de actividades Ordinarias:

Tabla 15 Estados de Resultados en relación al total de ingresos

Estado de Resultado Integral por Función relación a los Ingresos de actividades ordinarias:	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Ingresas de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de Ventas	-47,59%	-47,03%	-48,23%	-49,84%	-53,19%
Margen Bruto	52,41%	52,97%	51,77%	50,16%	46,81%
Otros ingresos, por función	0,33%	0,40%	12,81%	1,24%	1,03%
Otros gastos, por función	-12,54%	-17,09%	-17,63%	-13,25%	-19,83%
Costos de distribución	-17,37%	-8,39%	-8,54%	-17,97%	-8,09%
Gastos de administración	-9,96%	-14,05%	-12,13%	-7,52%	-13,28%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,54%	-0,45%	0,23%	0,17%	0,66%
Resultado de la operación	12,34%	13,38%	26,51%	12,84%	7,28%
Ingresos Financieros	0,36%	0,30%	0,89%	0,72%	0,25%
Costos financieros	-1,30%	-1,42%	-1,32%	-1,52%	-1,61%
Participación utilidad (pérdida) en asociadas o negocios conjuntos	-0,36%	-0,50%	-0,61%	-0,90%	-0,64%
Diferencias de cambio	0,03%	-0,15%	0,19%	-0,50%	0,77%
Resultados por unidades de reajuste	-0,14%	-0,01%	0,04%	-0,45%	-0,19%
Ganancias (pérdidas) antes de impuesto	10,93%	11,59%	25,69%	10,18%	5,85%
Gasto (ingreso) por impuestos a las ganancias	-1,94%	-2,87%	-7,63%	-2,19%	-1,96%
Ganancias (pérdida) procedente de operaciones continuadas	8,99%	8,72%	18,06%	7,99%	3,89%
Ganancia (pérdida) atribuible a propietarios no controladores	1,39%	1,09%	0,85%	0,85%	0,40%
Ganancia (pérdida) atribuible a propietarios de la controladora	7,60%	7,63%	17,21%	7,14%	3,49%
Depreciación y Amortización	5,36%	5,43%	5,23%	5,76%	6,68%
EBITDA	17,69%	18,81%	31,74%	18,60%	13,96%

Fuente: Elaboración Propia con información de Estados Financieros de CCU.

Análisis del Estados de Resultados:

Los Ingresos por actividades ordinarias han aumentado en promedio un 2,5% durante la serie 2016-2019, sin embargo, en 2019 disminuyeron en un 0,5%.

Los Costos de Ventas han mantenido una tendencia al alza en relación con las ventas, lo que se puede explicar por la depreciación del peso chileno y peso argentino respecto al dólar, debido a que gran parte de los insumos de CCU¹⁰ son importados o se encuentran indexados al dólar. El margen bruto se ha visto disminuido en parte por lo indicado en el punto anterior y por la presión en los precios a causa de la intensa competencia con el grupo AB InBev en Chile en el mercado de Cervezas y la depreciación del peso argentino respecto al USD, que ha llevado a CCU a una disminución en sus precios promedios de un 4,4% en promedio por año.

¹⁰ De acuerdo a los Estados Financieros de CCU a junio 2020, del total de costos directos, un 67% corresponde a compras de materias primas e insumos en monedas extranjeras o que se encuentran indexadas a dichas monedas.

Los gastos de administración, ventas y distribución han disminuido, pasando de un 41,04% en 2015 a un 38,74% en junio 2020. Sin embargo, la disminución de los gastos no ha logrado compensar la contracción del margen bruto, por lo que el resultado operacional (EBIT) ha ido disminuyendo constantemente, a excepción del año 2018 por transacción en la subsidiaria en Argentina en donde con ABI se puso término por anticipado de la licencia por la marca Budweiser, recibiendo como contraprestación MMUSD 306 registrados en Otros Ingresos por función.

El Resultado Operacional ha presentado gran volatilidad debido al resultado de 2018. El margen promedio respecto a las ventas es de 13,2% entre 2016 y 2019, sin incluir 2018, disminuyendo a un 7,28% a junio 2020.

De igual manera, el EBITDA presenta volatilidad. El margen hasta 2019, sin incluir 2018, promedia un 18,7%, presentando disminución durante los años, acentuándose a junio 2020 en 13,96%. La Depreciación y amortización es entorno a un 5,4% de los ingresos.

El margen neto presenta disminución de un 8,6% en 2016 a 7,14% en 2019. A junio 2020 fue de 3,49%.

4.3. Estado Consolidado de Flujos de Efectivo

Tabla 16 Estado de Flujos de Efectivo

Estado de Flujos de Efectivo en miles de UF:	31-12-15	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Cobros procedentes de ventas y servicios	69.075,37	70.698,52	75.662,55	74.869,84	84.717,34	40.156,13
Otros cobros por actividades de operación	798,59	876,23	1.018,27	7.689,97	1.231,30	488,88
Cobro Clientes	69.874	71.575	76.681	82.560	85.949	40.645
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	43.722,63	46.168,70	47.145,75	47.474,15	54.690,31	29.118,21
Otros pagos por actividades de operación	8.598,24	8.653,84	9.807,41	10.258,91	10.701,71	5.839,98
Pago a proveedores	52.320,87	54.822,54	56.953,16	57.733,06	65.392,02	34.958,19
Pagos a terceros y por cuenta de empleados	6.980,96	7.643,44	7.549,83	7.334,56	8.502,69	4.532,41
dividendos recibidos	1,78	1,30	9,85	13,58	15,14	22,65
Intereses pagados	773,09	643,62	692,75	641,78	881,08	341,07
Intereses recibidos	252,71	213,89	181,75	494,37	461,08	68,70
Impuestos a las ganancias (pagados)	1.739,59	1.785,94	1.517,12	1.272,17	3.310,99	495,06
Otras entradas (salidas) de efectivo	250,98	317,32	376,75	512,06	221,47	502,41
Flujos de efectivo Netos Procedentes de (utilización en) Actividades de Operación	8.564,9	7.211,7	9.782,8	15.574,1	8.559,5	912,0
Flujos de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias u otros negocios	0,00	24,35	0,00	211,11	305,63	41,27
Flujos de efectivo utilizados en la compra de participaciones no controladoras	74,96	82,53	42,90	0,00	0,00	0,00
Otros cobros por la venta de participaciones en negocios conjuntos	261,81	19,45	39,52	0,00	43,82	44,39
Otros pagos para adquirir participaciones en negocios conjuntos	1.645,12	1.026,40	1.840,16	2.158,67	478,62	672,12
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	108,33	104,51	58,02	38,62	213,70	2,10
Compras de propiedades, planta y equipo	5.059,44	4.770,45	4.609,53	4.656,73	4.756,94	2.259,09
Compras de activos intangibles	80,46	121,14	83,54	111,51	205,55	86,22
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	395,62	0,00
Otras entradas (salidas) de efectivo	20,24	17,81	0,00	119,75	0,49	0,00
Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Inversión	6.469,6	5.883,1	6.478,6	7.219,2	5.093,1	3.012,2
Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Financiación	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pagos por cambios en las participaciones en la propiedad en subsidiarias que no dan lugar a la pérdida de control	0,00	725,36	291,06	1.785,65	0,00	1,68
Importes procedentes de préstamos de largo plazo y bonos	763,61	144,39	1.541,15	3.313,03	905,75	6.863,46
Importes procedentes de préstamos de corto plazo y bonos	911,41	734,22	614,86	3.362,19	895,37	2.192,09
Total importes procedentes de préstamos y bonos	1.675,03	878,61	2.156,01	6.675,22	1.801,12	9.055,56
Pagos de préstamos y bonos	2.138,08	960,04	961,04	4.087,14	955,48	1.766,41
Pagos de pasivos por arrendamiento financiero	66,24	58,10	52,77	39,09	226,67	132,74
Pagos de préstamos de entidades relacionadas	23,47	28,47	26,79	0,00	0,00	0,00
Dividendos pagados	2.580,94	2.649,91	2.803,49	2.714,42	7.701,73	2.883,47
Otras entradas (salidas) de efectivo	98,54	73,84	1,35	29,72	38,58	6,94
Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Financiación	3.232,2	3.617,1	1.977,8	1.921,4	7.044,2	4.279,9
Incremento Neto (Disminución) en el Efectivo y Equivalente al Efectivo, antes del Efecto de los Cambios en la Tasa de Cambio	1.136,9	2.288,5	1.326,4	6.433,6	3.577,7	2.179,7
Efectos de las variaciones en la tasa de cambio sobre el Efectivo y Equivalente	269,93	58,14	17,37	1.029,45	754,47	63,28
Incremento (disminución) de efectivo y equivalentes al efectivo	867,01	2.230,31	1.343,80	5.404,14	4.332,22	2.243,00
Efectivo y Equivalentes al Efectivo, Saldo Inicial	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Efectivo y Equivalentes al Efectivo, Saldo Final	8.380,12	7.308,12	5.001,59	6.168,68	11.268,62	6.842,99
	7.513,11	5.077,81	6.345,39	11.572,82	6.936,41	9.084,31

Fuente: Elaboración Propia con información de Estados Financieros de CCU.

Análisis de Estado Consolidado de Flujos de Efectivo:

Flujos de Efectivo de Actividades de Operación: La serie de 2016 a 2020, muestra flujos operacionales positivos, con tendencia alcista, pero con volatilidad, especialmente en 2018, donde tuvo un aumento significativo en “Otros cobros por actividades de operación” debido al pago recibido por término de la licencia de Budweiser. En este rubro destacan los ingresos provenientes a Cobro de Clientes los cuales han ido en constante aumento entre 2016 y 2019, con crecimiento promedio de 5,37%. La principal erogación corresponde a Pago a Proveedores, lo que aumento en promedio en un 5,83%. Otro ítem relevante es el correspondiente a Pago a Empleados, que han aumentado en un 5,34%.

Al revisar el Flujo Operacional de manera vertical año a año, se observa que ha sido suficiente para cubrir fondos destinados a Actividades de Inversión, en especial la Compra de propiedades, planta y equipo y pagos por participación negocios conjuntos, a excepción del año 2020, que ha generado un déficit de UF 2.100,2 mil, y parcialmente el financiamiento de pago de dividendos.

Flujos de Efectivo de Actividades de Inversión: Como se indicó anteriormente, las líneas más relevantes en este rubro son los pagos por compra de propiedades, planta y equipo y adquisición de participación en negocio en conjuntos (se explica principalmente por las inversiones realizadas en Central Cervecera de Colombia), que combinados explican casi en totalidad el total de egresos en este rubro. Ambos rubros han mantenido estabilidad durante los años, sin embargo, en 2019 disminuyó los pagos por inversiones en negocios conjuntos).

Flujos de Efectivo de Actividades de Financiación: En la serie analizada se observa que el flujo neto ha sido negativo, explicado principalmente por pagos de dividendos (ver sección 2.2.3 Dividendos para más información), a excepción de periodo 2020 que es positivo que en parte ha cubierto parcialmente la disminución del Flujo Operacional, debido a la colocación de los Bonos serie L, M y D por un total de 6,5 millones de UF.

4.4. Ratios financieras

En esta sección se aborda análisis de los principales indicadores financieros históricos correspondientes a Liquidez, Endeudamiento, Actividad y Rentabilidad:

Tabla 17 Indicadores de Liquidez

Liquidez:	31-12-15	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Capital de trabajo (MUF)	11.535	9.074	9.715	10.712	10.809	15.212
Razón Corriente	1,74	1,54	1,55	1,45	1,63	2,12
Test ácido	1,31	1,09	1,12	1,10	1,15	1,37

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU.

En los años de estudio, CCU presenta saludables índices de liquidez representado por el test ácido, explicado por la madurez de sus negocios, principalmente aquellos en Chile, manteniendo importantes recursos proveniente del Capital de Trabajo. En junio 2020 se observa un importante aumento en los indicadores debido a la emisión de los Bonos Serie L, M y D (Ver sección de Deuda Financiera).

Tabla 18 Indicadores de Endeudamiento

Endeudamiento:	31-12-15	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Razón Total Pasivos a Patrimonio	0,54	0,56	0,61	0,73	0,63	0,70
Razón Deuda a activo	0,35	0,36	0,38	0,42	0,39	0,41
Razón deuda CP a Deuda total	0,61	0,66	0,63	0,64	0,53	0,39
Razón cobertura de intereses Deuda Neta (en millones de pesos)	12,77	13,58	13,22	24,02	12,23	8,66
Apalancamiento Financiero	455	1.929	1.662	1.018	3.558	8.839
Neto	0,04	0,18	0,14	0,05	0,30	2,19

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU.

CCU presenta bajo índices de endeudamiento, no obstante, se observa constante aumento en especial en junio 2020, llegando a una razón de 0,7 veces Total Pasivos a Patrimonio, explicado por las emisiones de las Series L, M y D, aun así, la relación baja en comparación a la industria. Respecto a la composición del pasivo, se observa que, a fines de la serie, la porción a corto plazo disminuye mejorando así la liquidez, esto explicado, al pago del pasivo (dividendos) relacionado a la transacción con ABI en 2018 y la inyección de recursos por la emisión Series L, M y D.

A su vez, la Deuda Financiera neta ha tenido significativos aumentos a partir de 2019, debido a una disminución considerable en el Efectivo y equivalente en comparación a 2018, aplicación de IFRS 16 y las emisiones de Series L, M y D.

Tabla 19 Indicadores de razones de actividad

Razones de Actividad	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Rotación Cuentas por Cobrar	5,55	5,93	5,56	6,07	3,79
Período Promedio de cobro (días)	65,74	61,51	65,64	60,08	96,42
Rotación de inventario	2,86	2,84	2,83	2,96	2,07
Edad promedio del inventario (días)	127,77	128,72	128,76	123,23	176,34
Ciclo operacional	193,51	190,23	194,40	183,31	272,77
Rotación de activos	0,83	0,86	0,74	0,77	0,34

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU.

Se observa que el ciclo operacional de caja de CCU se extiende a cerca de 6 meses, debido al proceso productivo y logístico que implica la importación de insumos, procesamiento y embotellamiento, posteriormente distribución y venta en distintos canales, sobresaliendo mayoristas y supermercados con pagos a crédito.

Por su parte, la rotación de activos se observa una constante disminución explicado por un mayor aumento de los activos, debidos a las inversiones en negocios conjunto (Colombia) y Propiedades, Planta y Equipos (Construcción Nueva Planta Renca para producción y envasado de categoría no alcohólicos) en comparación a lo que han aumentado las ventas en la serie de estudio.

Tabla 20 Indicadores de Rentabilidad

Índices de Rentabilidad	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Margen Bruto	52,4%	53,0%	51,8%	50,2%	46,8%
Margen Operacional	12,3%	13,4%	26,5%	12,8%	7,3%
Margen Neto	7,6%	7,6%	17,2%	7,1%	3,5%
Margen Ebitda	17,7%	18,8%	31,7%	18,6%	14,0%
Rentabilidad Activos (ROA)	10,3%	11,5%	19,6%	9,9%	2,5%
Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE)	11,0%	11,8%	24,0%	9,8%	2,2%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU.

Como se explicó en la sección del Estado de Resultados Consolidado, los márgenes se han visto disminuidos por un mix de efectos en los que se destaca la devaluación del peso argentino y peso chileno respecto al USD afectando el costo de venta por encarecimiento de insumos importados y por la intensa competencia en Chile en el mercado de Cervezas, lo que ha llevado un congelamiento en aumento de precios, en términos reales.

A su vez, los índices de rentabilidad medidos por ROA y ROE (a excepción de 2018) se han visto en declive debido a la caída de los márgenes y constante aumento los activos a través de inversiones en asociadas y en Propiedades, Planta y Equipo.

5. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1. Deuda Financiera

De acuerdo a los Estados Financieros Consolidados de CCU, específicamente en las notas de Otros pasivos financieros, para los ejercicios entre 2016 y 2020 se identifican los siguientes valores libros de la Deuda Financiera:

Tabla 21 Valor Libro Deuda Financiera

En miles de UF:	2016	2017	2018	2019	2020
Deuda financiera Corriente	1.614,76	1.048,82	1.545,66	1.909,20	2.975,29
Obligaciones con el público	123,35	123,37	148,05	238,25	264,95
Préstamos Bancarios	1.483,21	918,86	1.384,33	1.499,38	2.544,26
Arrendamientos Financieros	8,20	6,59	13,28	171,57	166,08
Deuda financiera no corriente	4.476,40	6.007,94	8.272,15	9.246,55	15.693,18
Obligaciones con el público	2.688,51	2.592,59	4.907,58	4.726,50	11.271,98
Préstamos Bancarios	1.123,67	2.757,16	2.728,05	3.523,46	3.284,73
Arrendamientos Financieros	664,22	658,19	636,52	996,58	1.136,47
Total Deuda Financiera (B)	6.091,15	7.056,77	9.817,81	11.155,75	18.668,47

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU.

Al analizar las Fuentes de la Deuda Financiera por tipo instrumento en relación al total, se logra ver que entre los años 2016 y 2019 la peso relativo entre Obligaciones con el público (corresponden a Bonos) y Préstamos Bancarios se mantiene en cierta estabilidad, sin embargo en 2020 hay un aumento significativo en Obligaciones con el público pasando a explicar el 61,8% de la deuda financiera, esto debido a la colocación de los Bonos series L y M por parte de CCU y el Bono serie D por parte de la subsidiaria Viña San Pedro Tarapacá, todas con fecha 10 de junio de 2020, por totales de UF 3 millones, UF 2 millones y UF 1,5 millones, respectivamente.

Otro aspecto relevante es la aplicación de IFRS 16 “Arrendamientos” a partir de 2019, lo que llevó a registrar MUF 674,12 adicionales por obligaciones en Arrendamiento Financiero.

Tabla 22 Valor Libro Deuda Financiera

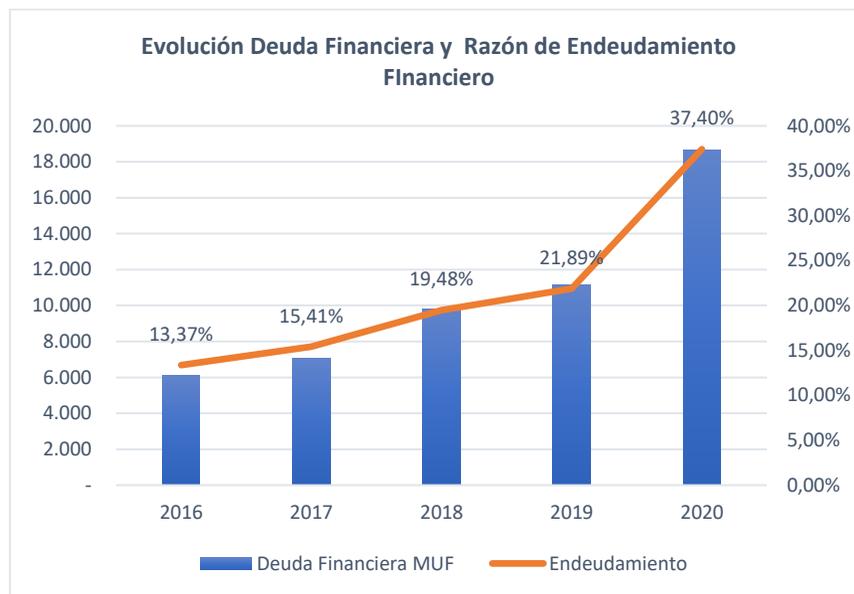
Fuentes de Deuda Financiera	2016	2017	2018	2019	2020
Obligaciones con el público	46,16%	38,49%	51,49%	44,50%	61,80%
Préstamos Bancarios	42,80%	52,09%	41,89%	45,02%	31,22%
Arrendamientos Financieros	11,04%	9,42%	6,62%	10,47%	6,98%
Total Deuda Financiera (B)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU.

Al analizar la evolución de la Deuda financiera en el periodo de estudio, se ve permanente aumento desde 2018 en adelante, explicados por colocación del Bono Serie J por UF 3 millones en 2018, aplicación de IFRS 16 en 2019, aumento de financiamiento con instituciones financieras, y especialmente a las colocaciones de los Bonos, mencionados anteriormente, en junio 2020 por un total de UF 6,5 millones.

En el cuadro siguiente se presenta el aumento de la deuda financiera de MUF 6.091 en 2016 a MUF 18.668 en junio de 2020, lo que significa variación de un 206%, y la evolución del endeudamiento financiero¹¹, si bien se mantenido relativamente baja, en el periodo analizado presenta un aumento sostenido, alcanzando su máximo en junio 2020 de 0,37 veces respecto al patrimonio contable:

Gráfico 1 Evolución de Deuda financiera y razón de endeudamiento financiero



Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU.

5.2. Bonos

Al 30 de junio CCU mantiene cinco Bonos, cuatro emitido por la matriz del grupo correspondientes a las series H, J, L y M y uno proveniente de la subsidiaria Viña San Pedro Tarapacá identificado como serie D. A continuación, se presenta información relevante de cada serie¹²:

¹¹ Determinado según la razón entre la Deuda Financiera y Total Patrimonio Contable, de acuerdo con las cifras presentadas en cada uno de los Estados Financieros Consolidados para los distintos años analizados.

¹² En Anexo se presenta información detallada de cada una de las Series de Bonos.

Tabla 23 Información resumida de Bonos

Bono	Nemo	Fecha de colocación	Fecha de vencimiento	Valor Libro MUF ⁽¹⁾	Tasa Cupón	Valor de Mercado ⁽²⁾	TIR ⁽²⁾
Serie H	BCERV-H	23-03-09	15-03-30	1.836	4,3%	99,9%	4,27%
Serie J	BCERV-J	28-06-18	10-08-43	3.037	2,9%	101,3%	2,85%
Serie L	BCERV-L	10-06-20	01-06-27	3.054	1,2%	104,3%	0,35%
Serie M	BCERV-M	10-06-20	01-06-30	2.075	1,6%	107,0%	0,86%
Serie D	BSPED-D	10-06-20	01-06-25	1.535	1,0%	102,4%	0,50%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros Consolidados y Bolsa de Comercio de Santiago.

(1) Cifras al 30 de junio 2020 de acuerdo a Estados Financieros de CCU

(2) Serie H y J en la fecha de colocación. Serie L, M y D según lo observado el día 26 de junio 2020 de acuerdo a la Bolsa de Santiago

5.3. Patrimonio Económico

El capital accionario de CCU está compuesto por una única serie correspondiente a 369.502.872 acciones suscritas y pagadas. El patrimonio económico se calcula a través del producto entre el número de acciones recién mencionado y el precio de la acción cotizada a cada fecha de análisis.

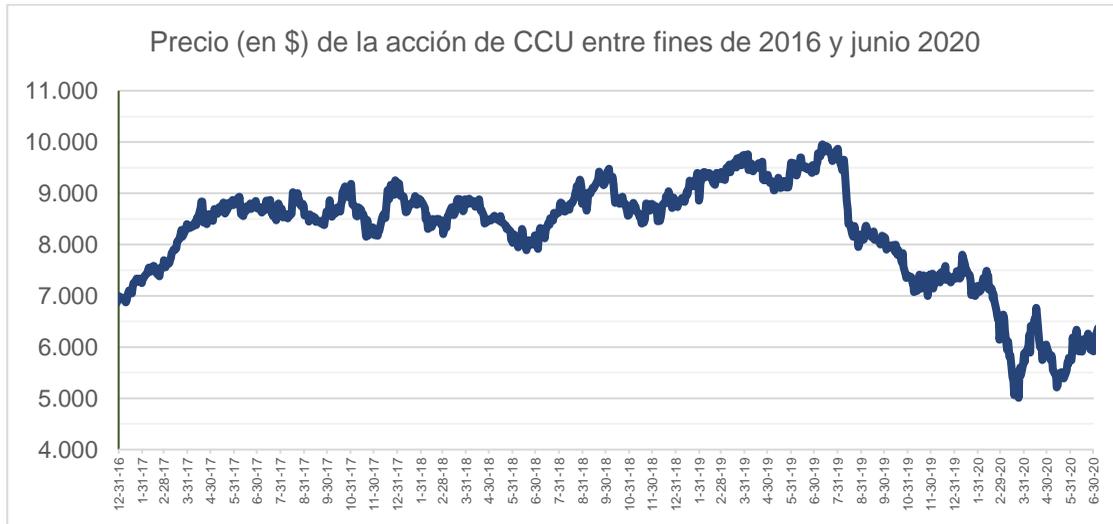
Tabla 24 Patrimonio Económico

Patrimonio Económico	2016	2017	2018	2019	Junio 2020
Nº de acciones	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872
Precio acción (\$)	6.967	9.189	8.733	7.335	5.915
Total Patrimonio Económico (MUF) (P)	97.709	126.704	117.065	95.737	76.163

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU y Bolsa de Santiago.

A continuación, se presenta gráfico con la evolución del precio de la acción de CCU para el periodo en análisis:

Gráfico 2 Evolución precio acción de CCU entre fines de 2016 y junio 2020



Fuente: Elaboración propia con información de la Bolsa de Santiago.

Entre 2016 y mediados de julio de 2019, el precio de la acción presentó una tendencia alcista, logrando su precio máximo de \$ 9.955 el día 11 de julio de 2019, reportando rentabilidad diaria promedio de 0,05% (12,2% al año) durante este periodo. No obstante, a partir de esa fecha hasta el 30 de junio de 2020, el valor de la acción se depreció en un 40,58%, lo que implicó una pérdida diaria en promedio de 0,22% (-54,9% al año), cerrando en \$ 5.915, en consecuencia, la capitalización bursátil de CCU a esa fecha fue de MUF 76.163 (2.661 millones de dólares).

5.4. Valor Económico

El Valor Económico (V) de una Compañía se determina de acuerdo al Valor Presente de los Flujos Libres de Caja que generan los Activos Operacionales o la suma entre el Valor Presente de la Deuda Financiera (B) y el Patrimonio Económico (P). En la tabla siguiente se determina el Valor Económico de CCU para cada uno de los periodos de estudio:

Tabla 25 Valor Económico de la empresa

Valor Económico	2016	2017	2018	2019	2020
Deuda Financiera (MUF) (B) (1)	6.091	7.057	9.818	11.156	18.983
Patrimonio Económico (MF) (P)	97.709	126.704	117.065	95.737	76.163
Total Valor Económico (MUF) (V)	103.800	133.761	126.882	106.893	95.146

(1) Para efectos de junio 2020 se considera los valores de mercado observados para los bonos serie M, L y D, detallados en la sección Bonos.

Fuente: Elaboración propia con información de la Bolsa de Santiago y Estados Financieros de CCU.

5.5. Estructura de capital objetivo

Para valorizar una compañía a través del método de flujos de caja descontado, para la determinación de la tasa de descuento (WACC) es necesario que se presente una estructura de capital objetivo estable, por lo que se analizará la serie de los últimos 5 años considerando la Deuda Financiera (B), Patrimonio Económico (P) y Valor Económico (V) presentados en las secciones anteriores:

Tabla 26 Estructura de Capital histórico

Estructura Capital en %	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio 2016-2020	Promedio 2019-2020
B/V	5,87%	5,28%	7,74%	10,44%	19,95%	9,85%	15,19%
P/V	94,13%	94,72%	92,26%	89,56%	80,05%	90,15%	84,81%
B/P	6,23%	5,57%	8,39%	11,65%	24,92%	10,93%	17,92%

Fuente: Elaboración propia con información de la Bolsa de Santiago y Estados Financieros de CCU.

Al analizar la serie, se puede observar estabilidad en la relación de Deuda Financiera y Patrimonio durante los primeros 3 años de la serie, no obstante, a partir de 2019 se ve un aumento significativo en la Deuda debido a lo explicado en la sección anterior (emisión de bonos en junio 2020), sumado a considerable disminución de la capitalización bursátil debido a devaluación del precio de la acción, lo que llevó a cerrar en una relación de B/P de 24,92%.

Para efectos de determinar la estructura de capital objetivo, se decidió realizar un promedio de los últimos dos años debido al aumento de la deuda financiera, se espera que en el corto plazo disminuya y luego mantenga estabilidad para los próximos años, lo cual se infiere por lo comunicado en los prospectos por las emisiones de las series M, L y D, cuyos motivos expuestos fueron “refinanciar pasivos de corto plazo y financiar parcialmente el plan de inversiones de los próximos años”. Asimismo, respecto a la capitalización bursátil se espera que no se distancie al valor de cierre de junio 2020, debido al declive en las condiciones económicas y consumo provocado por la pandemia, sumado al aumento en la competencia en la industria de cervezas en Chile. Así, se propone como Estructura de Capital Objetivo de B/V=15,19%, P/V=84,81% y B/P=17,92%

6. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

En esta sección se expone la determinación de la tasa de costo de capital exigida a CCU al 30 de junio de 2020 para propósitos de valorizar los flujos de caja futuros, que se compone del costo de la deuda y costo patrimonial para ambos casos aplicando la metodología del modelo Capital Pricing Asset Model (CAPM), para luego ponderar ambas tasas en el método Weight Average Cost Capital (WACC).

En primer lugar, el costo de la deuda es conocido debido a que es observable en el mercado a través de la rentabilidad exigida por los prestamistas en deuda pública emitida por la compañía cerca a la fecha de valorización. En segundo lugar, para la estimación del costo patrimonial se realizaron regresiones econométricas de la acción de CCU en modelo de un factor correspondiente a un índice de mercado accionario referente, y así estimar la rentabilidad esperada por los accionistas con estructura de deuda objetivo.

6.1. Costo y Beta de la Deuda

Para efecto del costo de la deuda se considera como referencia la TIR Bono Serie M que fue emitido el 10 de junio con vencimiento 1 de junio de 2030, dado que tiene mayor duración en comparación a los bonos emitidos en misma fecha, que acuerdo a lo informado por la Bolsa de Santiago al día 26 de junio de 2020 la tasa de descuento de mercado fue de un 0,86%.

Luego, a través del modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) se deriva beta de la deuda (β_d):

$$R_f = 0,13\%^{13}$$

$$PRM \text{ Chile} = 6,26\%^{14}$$

$$K_b = 0,86\%$$

$$\begin{aligned} K_b &= R_f + PRM * \beta_b \\ 0,86\% &= 0,13\% + 6,26\% * \beta_b \\ \beta_b &= \frac{(0,86\% - 0,13\%)}{6,26\%} \\ \beta_b &= \frac{(0,86\% - 0,13\%)}{6,26\%} \\ \beta_b &= 0,1166 \end{aligned}$$

Así, se determina que β_b de CCU al 30 de junio es de 0,1166. Este dato posteriormente permitirá ser usado para desapalancar el Beta de la acción histórico que se encuentra sujeto a una estructura de deuda histórico

¹³ BCU a 30 años según lo informado por el Banco Central de Chile el 30 de junio de 2020 (https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_TASA_INTERES/MN_TASA_INTERES_09/TMS_16/T3 12)

¹⁴ Premio por Riesgo de Mercado para Chile de acuerdo a Damodaran al 30 de junio de 2020 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

6.2. Estimación de la beta patrimonial

Para determinar el Beta Patrimonial (β_p), se realizaron regresiones econométricas lineales simples, respecto al índice IGPA¹⁵ considerado como portfolio óptimo de mercado ($R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$) para determinar Beta de la acción de CCU histórico, para lo cual se realizaron cuatro regresiones considerando retornos semanales con precios de 2 años para atrás, entres fechas de inicio 1 de julio al 30 junio, de los respectivos años. Los resultados obtenidos son los siguientes:

Tabla 27 Resultados regresiones econométricas para determinación de Beta de la acción

	Junio 2017	Junio 2018	Junio 2019	Junio 2020
Beta acción	1,206	0,619	0,547	0,657
P-Value	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Nº observaciones	104	103	103	104
R ² ajustado	0,326	0,229	0,179	0,384
Presencia bursátil	100%	100%	100%	100%

En anexos se entrega mayor información de los resultados estadísticos correspondientes a las regresiones realizadas.

El promedio de los cuatros Betas de la acción es de 0,757, sin embargo, el Beta de la acción a junio 2017 presenta una importante desviación respecto a los resultados más actuales llevando una desviación estándar de un 30%, por lo que se determinó excluir del cálculo, y así promediar los últimos 3 resultados obteniendo un **beta de 0,607**.

6.3. Beta patrimonial sin deuda

Luego, para determinar el Beta sin deuda, se debe desapalancar el Beta determinado en el punto anterior, a través de la fórmula de Rubenstein, dado que se considera que la deuda es riesgosa, aplicando la estructura de capital y tasa de impuesto promedios históricas considerando datos de 2016 a junio 2020:

Determinación Beta acción sin deuda:

$$\begin{aligned}\beta_a^c &= 0,607 \\ \frac{B}{P} &= 10,93\% \\ t_c &= 27\% \\ \beta_b &= 0,1166\end{aligned}$$

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

¹⁵ Índice General de Precios de las Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago. Es un indicador de carácter patrimonial, que mide las variaciones de todas las acciones inscritas en esa bolsa. Dicha medición se efectúa a través del patrimonio bursátil o valor bolsa de las diferentes sociedades que lo componen, clasificadas en rubros y subrubros, dentro del índice según su actividad. La cartera de este índice se re-evalúa el 30 de diciembre de cada año, de acuerdo a la frecuencia en que se registran sus operaciones y a los volúmenes transados. Su base de referencia es 100 puntos a partir del 30 de diciembre del 1980.

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

$$\beta^{s/d} = \frac{0,607 + 0,1166 * (1 - 27\%) * 10,93\%}{(1 + (1 - 27\%) * 10,93\%)}$$

$$\beta^{s/d} = 0,5712$$

6.4. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Asimismo, para determinar la beta de la acción con la estructura de capital objetiva definida de $\frac{B^*}{P}$ de 17,92%, se realiza apalancamiento del Beta sin deuda aplicando procedimiento de Rubenstein:

$$\beta^{\bar{a}} = 0,5712$$

$$\frac{B^*}{P} = 17,92\%$$

$$t_c = 27\%^{16}$$

$$\beta_d = 0,1166$$

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

$$\beta^{c/d} = 0,5712 * (1 + (1 - 27\%) * 17,92\%) - 0,1166 * (1 - 27\%) * 17,92\%$$

$$\beta^{c/d} = 0,6307$$

Así, el Beta patrimonial con deuda a utilizar es de **0,6307**.

6.5. Costo Patrimonial

A través del modelo CAPM se procede a estimar el costo patrimonial, considerando Premio por Riesgo de Mercado de Chile (PRM_{Chile}), ajustado por el riesgo de mercado de la acción de CCU determinado en punto anterior ($\beta^{c/d}$) y Tasa libre de Riesgo en Chile (Rf).

No obstante lo anterior, CCU al ser una empresa regional y mantener importantes operaciones en otros países, especialmente en Argentina debido a la situación económica y financiera del país, por lo que es necesario ajustar en el modelo CAPM el Riesgo País. Para esto se consideró modelo propuesta por Damodaran¹⁷, en donde se ajusta el Premio Riesgo País según el nivel de ingresos relativos al total de ingresos, definiéndolo como lambda (λ). Para esto se consideraron las Ventas al 30 de junio de 2020:

¹⁶ Se considera la tasa de impuesto a la renta de primera categoría en Chile, debido a que al 30 de junio de 2020 un 93% de la deuda financiera había sido emitida en este país.

¹⁷ DAMODARAN A. "Investment Valuation, tools and techniques for determining the value of any asset". Editorial John Wiley & Sons, 2012, página 172.

Tabla 28 Determinación Ingresos por Venta por país (Lambda)

	En MUF	Lambda (λ)
Chile	22.156,5	76,64%
Argentina	5.519,8	19,09%
Paraguay	582,9	2,02%
Uruguay	299,3	1,04%
Bolivia	351,3	1,22%
Total	28.909,8	100,00%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU a junio 2020.

Luego, para efectos de medir el Premio Riesgo de País tradicionalmente se considera como Rendimiento de Bonos Soberanos de una economía en particular por sobre el Rendimiento de Bonos Soberanos de Estados Unidos. De acuerdo a esto, se utilizó lo informado por Damodaran al 30 de junio. Sin embargo, se procedió a ajustar según el Premio de Riesgo País de cada país respecto al Riesgo País de Chile (1,03%), de manera de reflejar los Premios por Riesgo en base a Chile.

Tabla 29 Determinación Premio por Riesgo País

	Argentina	Paraguay	Uruguay	Bolivia
Peso relativo Ingresos por Venta (λ)	19,09%	2,02%	1,04%	1,22%
Premio Riesgo País base EEUU ¹⁸	17,63%	3,67%	2,80%	6,61%
Premio Riesgo País en base a Chile (CRP) ¹⁹	16,60%	2,64%	1,77%	5,58%

Fuente: Elaboración propia con información de Damodaran a junio 2020.

En consecuencia, el ajuste por Riesgo País corresponde a la sumatoria de los productos entre la exposición por país, medido por lambda (λ), y premio por riesgo país en base a Chile.

$$\beta^{c/d} = 0,6307$$

$$R_f = 0,13\%$$

$$CRP^{20} \text{ Chile} = 1,03\%$$

$$K_p = R_f + \beta^{c/d} * PRM_{Chile} + \sum \lambda_{País} * CRP_{en base Chile}$$

$$K_p = 0,13\% + 0,6299 * 6,26\% + 19,09\% * 16,6\% + 2,02\% * 2,64\% + 1,04\% * 1,77\% + 1,22\% * 5,58\%$$

$$K_p = 7,39\%$$

¹⁸ Country Risk Premium considerados los datos por Damodaran al 30 de junio de 2020 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

¹⁹ Country Risk Premium considerados los datos por Damodaran al 30 de junio de 2020 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

²⁰ Country Risk Premium considerados los datos por Damodaran al 30 de junio de 2020 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

Así, el costo patrimonial es de **7,39%**.

6.6. Costo de Capital

Para determinación del costo de capital se realiza a través de la fórmula WACC, que corresponde a la ponderación del costo de los accionistas y prestamistas según la estructura de capital objetivo definida en las secciones anteriores:

$$K_0 = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - t_c) * \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 7,38\% * 84,81\% + 0,86\% * (1 - 27\%) * 15,19\%$$

$$K_0 = 6,36\%$$

Así, la tasa de descuento a utilizar para determinar el valor presente de los Flujos futuros de CCU al 30 de junio de 2020 es de un **6,36%**.

A continuación se presenta tabla resumen con la información correspondiente a la determinación de la tasa costo de capital (WACC):

Tabla 30 Información para determinación de tasa de descuento WACC

Beta de la acción	0,607
Costo de la deuda	0,86%
Beta de la deuda	0,1166
Beta patrimonial sin deuda	0,5712
Beta patrimonial con deuda	0,6307
Premio por riesgo de mercado Chile	6,26%
Premio por riesgo país Argentina en base Chile	16,6%
Tasa libre de riesgo Chile	0,13%
Tasa impuesto LP	27%
Costo patrimonial	7,39%
B/P promedio histórico	10,93%
B/P objetivo	17,92%
B/V objetivo	15,19%
P/V objetivo	84,81%
Tasa costo de capital (WACC)	6,36%

7. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

7.1. Análisis de crecimiento de la empresa

En esta sección se analizará la evolución histórica de los ingresos por venta de CCU a partir del año 2015 en adelante, incluyendo el primer semestre de 2020. Se analizarán comportamientos de volúmenes físicos de venta y en valor, por segmento de operación, por país, contribución a los ingresos totales y por último la evolución de los precios promedios por segmento.

A continuación, se presentan volúmenes históricos medidos en miles de hectolitros a través de los Segmentos de Operación definidos:

Tabla 31 Volúmenes de venta históricos por Segmento

En MHLts	Volúmenes de Venta							Promedio	Desv. Estándar
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20		
Chile	16.882	17.643	17.863	18.868	19.802	9.350	9.388		
<i>Crecimiento</i>		4,5%	1,2%	5,6%	5,0%		0,4%	3,3%	2,4%
Neg. Internacionales	5.697	5.752	6.726	8.273	8.899	4.012	3.774		
<i>Crecimiento</i>		1,0%	16,9%	23,0%	7,6%		-5,9%	8,5%	11,7%
Vinos	1.348	1.388	1.431	1.389	1.395	656	687		
<i>Crecimiento</i>		3,0%	3,1%	-2,9%	0,4%		4,7%	1,7%	3,0%
Otros	0	0	0	0	-64	-20	-37		
Total	23.927	24.783	26.020	28.530	30.032	13.998	13.812		
<i>Crecimiento</i>		3,6%	5,0%	9,6%	5,3%		-1,3%	4,4%	3,9%

Fuente: Elaboración propia con información Reportes 20-F SEC de CCU.

Las ventas en volúmenes han crecido en promedio cada año un 4,4%, que sin considerar la caída del primer semestre de 2020 sería de 5,9%. El segmento que ha tenido mayor crecimiento es Negocios Internacionales, que en promedio ha crecido un 8,5% por año, explicado por la consolidación de Bolivia a partir de 2018 y el crecimiento orgánico impulsado de cada país parte de este segmento, especialmente Argentina, sin embargo, en los primeros seis meses de 2020 sus volúmenes disminuyeron un 5,9%.

A continuación, se presenta análisis de los Ingresos por Venta históricos de CCU, por cada uno de los Segmentos de Operación, junto con el crecimiento y peso relativo de cada uno de los ingresos respecto al total:

Tabla 32 Ingresos por venta históricos por Segmento

En MUF	Ingresos por actividades ordinarias por Segmento de operación							Promedio	Desv. estándar
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20		
Chile	35.485,5	37.854,0	39.074,3	40.251,8	41.127,0	19.695,9	19.043,7		
Crecimiento		6,7%	3,2%	3,0%	2,2%		-3,3%	2,4%	3,6%
Mix del Total	60,7%	64,0%	61,7%	62,2%	63,9%	64,3%	65,9%	63,7%	1,8%
Neg. Internacionales	15.830,2	14.047,0	17.177,2	17.555,3	16.407,2	7.660,6	6.453,1		
Crecimiento (%)		-11,3%	22,3%	2,2%	-6,5%		-15,8%	-1,8%	15,0%
Mix del Total	27,1%	23,7%	27,1%	27,1%	25,5%	25,0%	22,3%	25,1%	1,9%
Vinos	7.394,5	7.643,9	7.629,4	7.491,9	7.499,9	3.543,3	3.759,2		
Crecimiento (%)		3,4%	-0,2%	-1,8%	0,1%		6,1%	1,5%	3,2%
Mix del Total	12,6%	12,9%	12,0%	11,6%	11,6%	11,6%	13,0%	12,1%	0,6%
Otros	-246,5	-379,1	-504,9	-607,2	-656,1	-286,3	-346,2		
Mix del Total	-0,4%	-0,6%	-0,8%	-0,9%	-1,0%	-0,9%	-1,2%	-0,9%	0,3%
Total	58.463,7	59.165,8	63.376,0	64.691,9	64.378,1	30.613,5	28.909,8		
Crecimiento		1,2%	7,1%	2,1%	-0,5%		-5,6%	0,9%	4,6%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU.

Los Ingresos por Venta han aumentado en promedio un 0,9% por año, incluyendo disminución de 5,6% en el primer semestre de 2020. Chile representa en promedio un 63,7% de los ingresos totales presentando un crecimiento estable en los últimos años, que incluyendo disminución del primer semestre del 2020, promediando un 2,4%. Negocios Internacionales representa en promedio un 25,1% del total de ingresos, presentando una disminución en promedio de 1,8% con volatilidad de 15%, explicado por disminución de precios promedios debido a exposición en Argentina que ha presentado efectos económicos de constante devaluación de su moneda y altos niveles de inflación de precios. Por su parte, Vinos ha representado en promedio un 12,1% de las Ventas, presentando un crecimiento en promedio de 1,5% explicado principalmente al aumento de los volúmenes.

En la siguiente tabla se presentan los Ingresos por Venta generados en cada una de las ubicaciones geográficas donde opera CCU:

Tabla 33 Ingresos por venta históricos por ubicación geográfica

En MUF	Ingresos por actividades ordinarias por ubicación geográfica							Promedio	Desv. estándar
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20		
Chile	42.211,2	44.670,4	45.774,3	46.779,5	47.416,9	22.713,2	22.156,5		
Crecimiento		5,8%	2,5%	2,2%	1,4%		-2,5%	1,9%	3,0%
Mix del Total	72,2%	75,5%	72,2%	72,3%	73,7%	74,2%	76,6%	74,1%	1,8%
Argentina	14.315,2	12.508,9	15.428,9	15.294,6	13.791,7	6.503,6	5.519,8		
Crecimiento (%)		-12,6%	23,3%	-0,9%	-9,8%		-15,1%	-3,0%	15,7%
Mix del Total	24,5%	21,1%	24,3%	23,6%	21,4%	21,2%	19,1%	21,8%	2,0%
Paraguay	1.374,1	1.409,4	1.560,7	1.580,4	1.665,4	717,4	582,9		
Crecimiento (%)		2,6%	10,7%	1,3%	5,4%		-18,7%	0,2%	11,2%
Mix del Total	2,4%	2,4%	2,5%	2,4%	2,6%	2,3%	2,0%	2,4%	0,2%
Bolivia				395,0	875,1	397,2	351,3		
Crecimiento (%)					121,5%		-11,6%	55,0%	94,1%
Mix del Total				0,6%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	0,3%
Uruguay	563,1	577,1	612,1	642,4	629,0	282,1	299,3		
Crecimiento (%)		2,5%	6,1%	5,0%	-2,1%		6,1%	3,5%	3,5%
Mix del Total	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%	0,0%
Total	58.463,7	59.165,8	63.376,0	64.691,9	64.378,1	30.613,5	28.909,8		
Crecimiento		1,2%	7,1%	2,1%	-0,5%		-5,6%	0,9%	4,6%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU.

La exposición en Chile, principal fuente de ingresos, en comparación los ingresos por Segmento de Operación aumentan debido a que computa los ingresos de Vinos generados por la operación en Chile de la subsidiaria Viña San Pedro Tarapacá, tanto en el mercado doméstico como en exportación. Argentina en promedio, explica un 21,8% de los ingresos, luego Paraguay un 2,4%, Bolivia que consolida a partir de 2018 un 1,1%, y por último Uruguay que equivale en promedio a un 1%.

A continuación, se presenta tabla con los precios promedios expresados en hectolitros para cada uno de los Segmentos de Operación, con variaciones año por año:

Tabla 34 Precio por hectolitro según Segmento

En UF/HL	Precio por hectolitro vendido por Segmento de operación							Promedio	Desv. estándar
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20		
Chile	2,10	2,15	2,19	2,13	2,08	2,11	2,03		
Crecimiento		2,1%	2,0%	-2,5%	-2,6%		-3,7%	-1,0%	2,8%
Neg. Internacionales	2,78	2,44	2,55	2,12	1,84	1,91	1,71		
Crecimiento		-12,1%	4,6%	-16,9%	-13,1%		-10,5%	-9,6%	8,3%
Vinos	5,49	5,51	5,33	5,39	5,38	5,40	5,47		
Crecimiento		0,4%	-3,2%	1,2%	-0,3%		1,3%	-0,1%	1,8%
Total	2,44	2,39	2,44	2,27	2,14	2,19	2,09		
Crecimiento (%)		-2,3%	2,0%	-6,9%	-5,5%		-4,3%	-3,4%	3,5%

Fuente: Elaboración propia con información de Reporte 20-F SEC de CCU.

Los precios promedios, en términos reales, han tenido una constante disminución a un ritmo promedio anual de 3,4%, explicado por Chile, con disminución promedio de 1% debido a la intensa competencia en el negocio de cervezas, y por Negocios Internacionales con una disminución en promedio cercana a un 10%, explicado por devaluación del peso argentino respecto al peso chileno²¹.

7.2. Análisis de crecimiento de la industria

Crecimiento histórico por Segmento de Operación:

En la siguiente tabla se presenta el tamaño y crecimiento total industrias medidos por litros consumidos por país en donde opera CCU, segmentados de acuerdo a lo reportado por CCU:

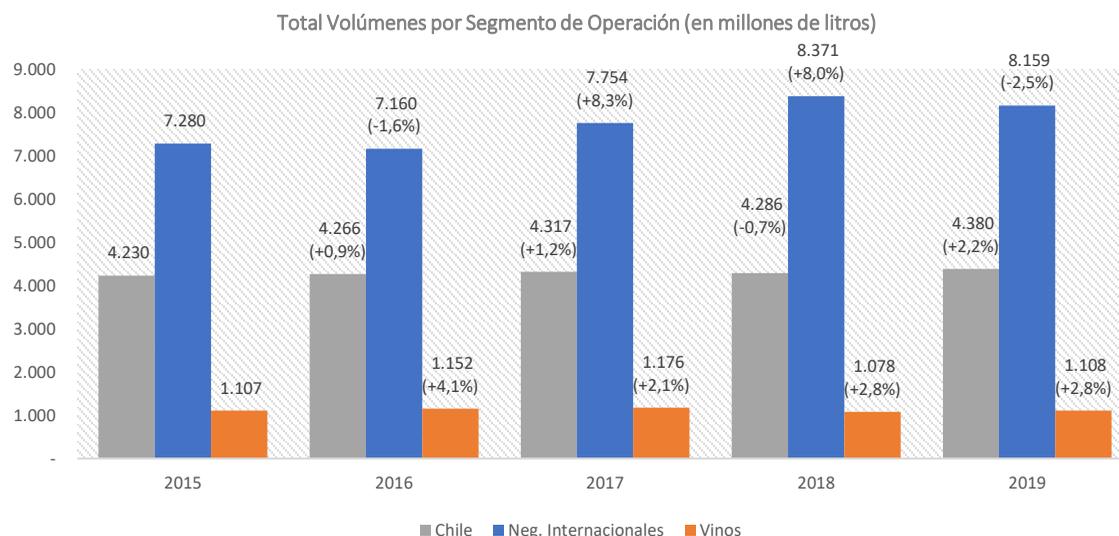
Tabla 35 Total volúmenes por Industria

En Millones de litros		2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Desv. Est.
Chile	Volúmen	4.230	4.266	4.317	4.286	4.380	4.296	57
	Crecimiento		0,9%	1,2%	-0,7%	2,2%	0,9%	1,2%
Negocios Internacionales	Volúmen	7.280	7.160	7.754	8.371	8.159	7.745	530
	Crecimiento		-1,6%	8,3%	8,0%	-2,5%	3,0%	5,9%
Vinos	Volúmen	1.107	1.152	1.176	1.078	1.108	1.124	39
	Crecimiento		4,1%	2,1%	-8,3%	2,8%	0,1%	5,7%
Total	Volúmen	12.617	12.578	13.247	13.735	13.647	13.165	550
	Crecimiento		-0,3%	5,3%	3,7%	-0,6%	2,0%	3,0%

Fuente: Elaboración propia con información de Reporte 20-F SEC de CCU.

²¹ La devaluación del peso argentino medido en peso chilenos para los años es: 2015 de 22,87%, 2016 de 22,77%, 2017 de 21,7%, 2018 de 44,39%, 2019 de 32,02% y 2020 de 7,48%.

Gráfico 3 Crecimiento volúmenes por industria



Fuente: Elaboración propia con información de Reporte 20-F SEC de CCU.

Al totalizar las industrias en donde opera CCU a 2019 suman un total de 13.647 millones de litros vendidos, lo que corresponde a una disminución de 0,6% respecto a 2018, explicado por Negocios Internacionales en donde disminuyó en un 2,5%, específicamente por Argentina que se atribuye a la situación económica del país que ha llevado una disminución en el consumo per cápita en cada una de las industrias, en especial Cervezas. No obstante, al analizar 5 años se ve un crecimiento promedio anual de 2%, destacando Negocios Internacionales con 3%, seguido por Chile con un crecimiento de un 0,9%.

7.2.1. Consumo per cápita por país para cada industria en 2019, en comparación con Estados Unidos:

Tabla 36 Consumo per cápita histórico según industria

	Chile	Argentina	Paraguay	Uruguay	Bolivia	EE.UU.
Cervezas	46	45	46	31	31	69
No alcohólicos	183	198	145	257	127	377
Licores	4	4	1	3	2	6
Vinos	13	22	9	19	1	12
Total	246	269	201	310	161	464
Crecimiento en consumo per cápita (2009-2019)	1,40%	-1,80%	2,50%	3,70%	1,70%	0,40%
Población (en millones)	18,7	44,9	7,2	3,5	11,4	331,9

Fuente: Elaboración propia con información de Reporte 20-F SEC y presentación a inversionistas de CCU.

Respecto al consumo per cápita en los países donde opera CCU, destaca Uruguay con 310 litros al año por persona y luego Argentina con 269. Al comparar con Estados Unidos como país desarrollo, se puede ver potencial crecimiento en cada una de las industrias, a excepción de Vinos.

Adicionalmente, respecto a la evolución del consumo per cápita en cada país en la última década, se puede observar crecimiento, a excepción de Argentina lo que se puede atribuir a la situación económica (disminución en un 2,2% del PIB en 2019), lo que a su vez explica la disminución en consumo para Negocios Internacionales.

7.2.2. Crecimiento de actores por industria en Chile:

Al revisar el crecimiento histórico de las ventas de CCU respecto a los competidores por cada industria, solo es posible analizar para No alcohólicos y Vinos en Chile, debido a la disponibilidad de información por parte de CCU dado a la definición de Segmentos que según el caso se puede reemplazar por información resumida reportada a Comisión para el Mercado Financiero por subsidiarias, como son los caso de Cervecería CCU Chile y Embotelladoras Chilenas Unidas que corresponden a la unidades en Chile de desarrollar la participación en la industria de Cervezas y No alcohólicos, respectivamente, y por falta de información de los competidores debido a que no reportan a algún regulador, como es el caso de Cervecería InBev, principal competidor de CCU en la industria de Cervezas en Chile que es una sociedad anónima cerrada.

Ventas Industria Cervezas en Chile:

Tabla 37 Crecimiento Industria Cervezas en Chile

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio	Desv. Estándar
Cervecería CCU Chile	16.478	16.992	17.408	18.090	18.354		
Crecimiento		3,1%	2,4%	3,9%	1,5%	2,7%	1,0%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de Filiales de CCU.

Se observa que el crecimiento promedio anual de las Ventas para los últimos 5 años es de un 2,7%

Ventas Industria No alcohólicos en Chile en:

Tabla 38 Crecimiento Industria No alcohólicos en Chile

	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20	Promedio	Desv. Estándar
Embotelladora Andina Chile	21.137	20.511	20.818	20.712	21.510	10.380	9.874		
Crecimiento		-3,0%	1,5%	-0,5%	3,9%		-4,9%	-0,6%	3,5%
Embonor Chile	11.125	11.423	11.652	11.777	12.584	6.189	6.143		
Crecimiento		2,7%	2,0%	1,1%	6,9%		-0,7%	2,4%	2,8%
Embotelladora Chilenas Unidas	15.895	17.858	18.513	18.938	19.771	S/I	S/I		
Crecimiento		12,3%	3,7%	2,3%	4,4%			5,7%	4,5%
Total	48.157	49.791	50.982	51.427	53.865	16.568	16.017		
Crecimiento		3,4%	2,4%	0,9%	4,7%		-3,3%	1,6%	3,1%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de Filiales de CCU y Estados Financieros de Embonor y Embotelladora Andina.

Como se indicó anteriormente, tanto Embotelladora Andina como Embonor corresponde a licencias de Coca Cola en Chile, que al consolidar sus volúmenes entre

2015 y 2019 presenten un crecimiento de 1,4%, menor al experimentado por CCU a través Embotelladora Chilenas Unidas de un 5,7%.

Respecto a la industria de Vinos, se debe analizar por separado lo que corresponde al mercado doméstico y Exportación:

Ventas Industria Vinos en Chile en miles de UF:

Tabla 39 Crecimiento Industria de Vinos en Chile

	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20	Promedio	Desv. Estándar
Concha y Toro	2.499	2.557	2.661	2.416	2.407	1.098	1.088		
<i>Crecimiento</i>		2,3%	4,1%	-9,2%	-0,4%		-0,9%	-0,8%	5,1%
Santa Rita	2.934	3.122	3.030	3.100	2.816	1.304	1.304		
<i>Crecimiento</i>		6,4%	-2,9%	2,3%	-9,1%		-0,1%	-0,7%	5,8%
Viña San Pedro Tarapacá	2.491	2.614	2.846	3.081	2.992	1.416	1.438		
<i>Crecimiento</i>		5,0%	8,9%	8,3%	-2,9%		1,5%	4,1%	4,9%
Total	7.924	8.293	8.537	8.597	8.216	3.818	3.829		
<i>Crecimiento</i>		4,7%	2,9%	0,7%	-4,4%		0,3%	0,8%	3,4%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de Filiales de CCU y Estados Financieros de Concha y Toro y Santa Rita.

El mercado doméstico se encuentra compuesto por una amplia variedad de compañías y marcas, sin embargo, solo se encuentra disponible información de tres sociedades, que a su vez son las más importantes de la industria. Al analizar el crecimiento agregado de estos tres actores, se observa que en promedio la industria ha crecido un 0,3%. CCU por su parte, a través de Vina San Pedro Tarapacá ha crecido un 4,1%, que a su vez es la que presenta mayor venta para los últimos dos periodos analizados.

Industria Vinos Exportación:

Tabla 40 Crecimiento Industria de exportación de vinos

	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20	Promedio	Desv. Estandar
Concha y Toro	20.165	20.215	19.188	18.396	19.645	8.970	10.412		
Crecimiento		0,2%	-5,1%	-4,1%	6,8%		16,1%	2,8%	8,8%
Santa Rita	2.775	2.892	2.788	2.778	2.552	1.020	1.138		
Crecimiento		4,2%	-3,6%	-0,3%	-8,2%		11,6%	0,7%	7,6%
Viña San Pedro Tarapacá	4.740	4.833	4.675	4.290	4.394	2.007	2.167		
Crecimiento		2,0%	-3,3%	-8,2%	2,4%		8,0%	0,2%	6,2%
Total	27.680	27.940	26.651	25.464	26.590	11.996	13.717		
Crecimiento		0,9%	-4,6%	-4,5%	4,4%		14,4%	2,1%	7,8%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de Filiales de CCU y Estados Financieros de Concha y Toro y Santa Rita.

En el mercado exportación, Concha y Toro es ampliamente el líder, seguido por Viña San Pedro Tarapacá. Esta industria ha experimentado un crecimiento promedio de 2,1%, destacando un crecimiento de 14,4% para el primer semestre de 2020. Viña San Pedro Tarapacá exhibe un crecimiento menor a la industria siendo de un 0,2%.

7.2.3. Crecimiento de Ventas según expectativas económicas en Chile:

Para efectos se sensibilizar el crecimiento de los volúmenes de venta de CCU para los próximos años y correlacionar estos a una variable económica considerando los efectos de Covid-19, se realizó regresión econométrica de modelo de un factor para los crecimientos trimestrales estacionales entre los volúmenes vendidos por CCU en Chile y la variación del PIB del país desde el año 2013. Los resultados estadísticos son los siguientes²²:

Tabla 41 Correlación crecimiento de volúmenes de CCU respecto al crecimiento del PIB

Coefficiente	0,9266
Coefficiente de determinación R ²	0,4132
P-value	0,0004
Observaciones	26

Fuente: Elaboración propia datos históricos trimestral de PIB y volúmenes de CCU

Así, los volúmenes de venta esperados se determinaron de acuerdo al factor 0,9266 respecto a la expectativa de crecimiento para los próximos años.

²² En anexo se exponen resultados estadísticos obtenidos de la regresión indicada

Perspectiva de crecimiento para Chile, Argentina y América Latina:

Tabla 42 Crecimiento económico esperado para Chile, Argentina y América Latina

Crecimiento PIB (%)	2019	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
Chile	1,1	-7,5/-5,5	4,75/6,25	3,0/4,0
Argentina	-2,2	-9,9	3,9	
América Latina	-0,7	-8,3	1,5	2,9

(f): Proyección

Fuente: Informe de Política Monetaria (IPOM) junio 2020 - Banco Central de Chile

Respecto a Chile, el Banco de Central, a través del IPOM de junio 2020, detalló que el Consejo estima que en el 2020 el PIB total tendrá una contracción entre 5,5 y 7,5%, mientras que durante el 2021 y 2022, la economía irá recuperándose, registrando crecimientos entre 4,75% y 6,25% y entre 3 y 4%, respectivamente.

7.3. Efectos por Pandemia COVID-19 en los resultados financieros de CCU

En los países en donde opera CCU se iniciaron medidas sanitarias de cuarentena a partir de 18 de marzo de 2020, por lo que principalmente los efectos económicos para CCU se hicieron presentes durante el segundo trimestre del mismo año.

De acuerdo a lo señalado por CCU, durante el mencionado periodo las plantas y centros de distribución se mantuvieron en plena operación, junto con actividades de abastecimiento, ventas, marketing y administración. No obstante, se observa una disminución de un 12% en los volúmenes consolidados, principalmente por una profunda contracción en la categoría no alcohólicos en Chile y el Segmento de operación de Negocios Internacionales debido al impacto por restricciones en las ocasiones de consumo y canales de venta, siendo compensado menormente por aumento de las ventas en línea.

Adicional a la caída en la demanda, se debe considerar efecto en los márgenes debido a los efectos económicos de la Pandemia que se tradujo en una importante devaluación de las monedas locales respecto al USD en comparación al mismo periodo de 2019, que para los casos de peso chileno y argentino fue de 20,4% y 65,1%, respectivamente, que en consecuencia generó aumentos de los costos indexados a USD.

A continuación, se presentan cifras relevantes correspondiente a los resultados del segundo trimestre de 2019 y 2020 para observar efectos de la Pandemia Covid-19:

Tabla 43 Resultados Segundo Trimestre 2020 de CCU

En MUF o MHL	Chile			Neg. Internacionales			Vinos			Total		
	2019	2020	Var.	2019	2020	Var.	2019	2020	Var.	2019	2020	Var.
Volúmenes	3.917	3.390	13%	1.629	1.433	-12%	362	385	6%	5.890	5.181	12%
Ingresos por Ventas	8.437	7.148	15%	3.319	2.113	-36%	1.942	2.034	5%	13.524	11.095	18%
UF/HL	2,15	2,11	2,1%	2,04	1,47	27,6%	5,36	5,28	1,5%	2,30	2,14	6,7%
Margen Bruto	4341	3296	24%	1421	691	-51%	701	803	15%	6370	4689	26%
En relación a las Ventas	51,4%	46,1%	-534	42,8%	32,7%	-1013	36,1%	39,5%	338	47,1%	42,3%	-484
EBITDA	1650	855	48%	22	-412	1965%	278	362	30%	1859	685	63%
En relación a las Ventas	19,6%	12,0%	-759	0,7%	19,5%	-2018	14,3%	17,8%	346	13,7%	6,2%	-757

Fuente: Informe de Política Monetaria (IPOM) junio 2020 - Banco Central de Chile

7.4. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Costos y Gastos Consolidados:

En esta sección se presentarán análisis de costos y gastos de CCU, a través de las variaciones y comportamiento durante los años, relación respecto a los ingresos y especialmente la estructura de cada Segmento de operación.

En la siguiente tabla se presentan total de costos y gastos con sus respectivos crecimientos y pesos en relación al total:

Tabla 44 Totas Costos y Gastos de CCU

En MUF	Total Costos y Gastos						Promedio	Desv. estándar	
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19			jun-20
Costos de Ventas	26.730,4	28.154,7	29.805,7	31.198,5	32.084,8	15.445,8	15.376,4		
<i>Crecimiento</i>		5,3%	5,9%	4,7%	2,8%		-0,4%	3,7%	2,6%
<i>Mix del Total</i>	52,7%	54,4%	54,3%	55,7%	56,3%	56,4%	56,3%	55,2%	1,4%
Costos de distribución	10.831,4	10.279,2	5.318,1	5.527,7	11.569,9	5.563,3	2.340,2		
<i>Crecimiento</i>		-5,1%	-48,3%	3,9%	109,3%		-57,9%	0,4%	66,5%
<i>Mix del Total</i>	21,4%	19,9%	9,7%	9,9%	20,3%	20,3%	8,6%	15,7%	5,9%
Gastos de administración	4.999,6	5.895,0	8.907,5	7.844,4	4.838,4	2.230,1	3.840,3		
<i>Crecimiento</i>		17,9%	51,1%	-11,9%	-38,3%		72,2%	18,2%	45,0%
<i>Mix del Total</i>	9,9%	11,4%	16,2%	14,0%	8,5%	8,1%	14,1%	11,7%	3,1%
Otros gastos, por función	8.162,6	7.416,6	10.830,1	11.405,1	8.529,9	4.156,7	5.733,4		
<i>Crecimiento</i>		-9,1%	46,0%	5,3%	-25,2%		37,9%	11,0%	30,4%
<i>Mix del Total</i>	16,1%	14,3%	19,7%	20,4%	15,0%	15,2%	21,0%	17,4%	2,9%
Total	50.724,1	51.745,5	54.861,4	55.975,7	57.023,0	27.395,9	27.290,3		
<i>Crecimiento (%)</i>		2,0%	6,0%	2,0%	1,9%		-0,4%	2,3%	2,3%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Según se observa el crecimiento de los costos y gastos ha sido en promedio de un 2,3% anual, siendo los costos de ventas lo más significativos al representar un 55,2% del total de costos y gastos. Luego en orden de importancia destaca el rubro de Otros gastos, por función, que en promedio explica el 17,4% del total. En este último rubro se clasifican los gastos de publicidad, promoción, marketing y ventas. Los costos de distribución y gastos de administración tienen pesos relativos de 14,8% y 12,1%, respectivamente, los que han presentado importante volatilidad en el transcurso de los años analizados.

Al analizar los costos y gastos en composición respecto a los ingresos, se observa que en su totalidad corresponden a un 88,5% en promedio, destacando costos de ventas con un 48,9% y otros gastos, por función con un 15,4%:

Tabla 45 Costos y Gastos en relación a los Ingresos por Venta

	Costos y Gastos en relación a los Ingresos por Venta						Promedio	Desv. estándar	
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19			jun-20
Costos de Ventas	45,7%	47,6%	47,0%	48,2%	49,8%	50,5%	53,2%	48,9%	2,5%
Costos de distribución	18,5%	17,4%	8,4%	8,5%	18,0%	18,2%	8,1%	13,9%	5,2%
Gastos de administración	8,6%	10,0%	14,1%	12,1%	7,5%	7,3%	13,3%	10,4%	2,8%
Otros gastos, por función	14,0%	12,5%	17,1%	17,6%	13,2%	13,6%	19,8%	15,4%	2,8%
Total	86,8%	87,5%	86,6%	86,5%	88,6%	89,5%	94,4%	88,5%	2,8%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Costos y Gastos por Segmento de Operación:

En las siguientes tablas se presentan análisis de Costos y Gastos por cada uno de los Segmentos de Operación y relación con los respectivos Ingresos por Venta:

Tabla 46 Costos y Gastos por Segmento de operación

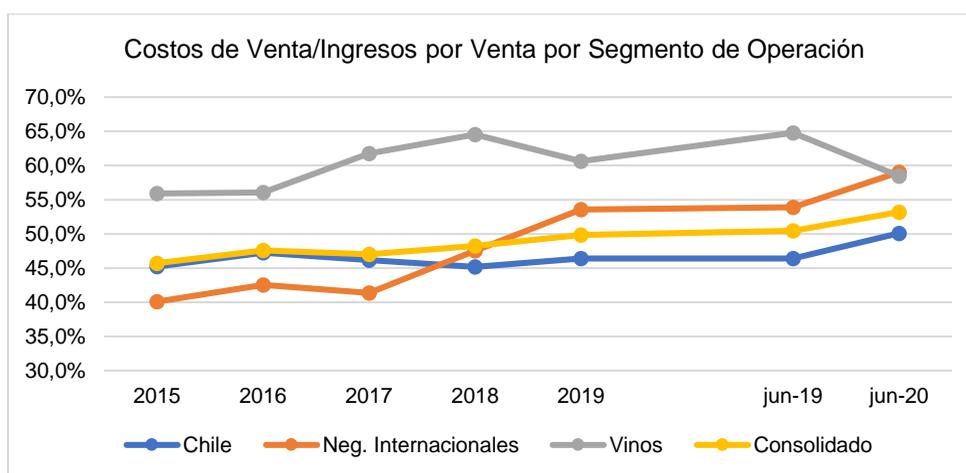
En MUF	Costos de Venta por Segmentos de operación							Promedio	Desv. estándar
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20		
Chile	16.051,1	17.881,9	18.046,2	18.184,0	19.076,3	9.142,0	9.539,8		
<i>En relación a los Ingresos</i>	45,2%	47,2%	46,2%	45,2%	46,4%	46,4%	50,1%	46,7%	1,7%
Neg. Internacionales	6.346,9	5.977,1	7.104,5	8.346,2	8.791,3	4.130,3	3.808,6		
<i>En relación a los Ingresos</i>	40,1%	42,6%	41,4%	47,5%	53,6%	53,9%	59,0%	48,3%	7,3%
Vinos	4.134,2	4.286,4	4.710,9	4.834,7	4.548,4	2.295,6	2.198,3		
<i>En relación a los Ingresos</i>	55,9%	56,1%	61,7%	64,5%	60,6%	64,8%	58,5%	60,3%	3,7%
Otros	198,1	9,3	-55,9	-166,3	-331,2	-122,2	-170,3		
Total	26.731,8	28.156,2	29.807,2	31.200,1	32.086,4	15.447,5	15.378,1		
<i>En relación a los Ingresos</i>	45,7%	47,6%	47,0%	48,2%	49,8%	50,5%	53,2%	48,9%	2,5%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Los costos de venta incluyen el costo de producción de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta, lo que incluye costos de materias primas, costos de envasado, mano de obra del personal de producción, depreciación de los activos relacionados a la producción y de los envases retornables, pagos por licencia y costos operativos y mantenimientos de plantas y equipos. Al analizar los costos de venta por Segmento en relación a las Ventas, Vinos presenta la relación más alta siendo de 60,3%, seguido por Negocios Internacionales con un 48,3% por último Chile presentan el mejor margen con un de 46,7%, no obstante, al igual que Negocios Internacionales, presenta un importante aumento en 2020, por efectos de la devaluación de las respectivas monedas en comparación al USD.

En la siguiente grafica se muestra la tendencia de los cosos de ventas por segmento de operación en relación a las ventas:

Gráfico 4 Costos de Venta en relación a los ingresos por venta por Segmento de operación



Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Materias Primas e insumos que forman parte de los Costos de Venta:

Los costos directos están compuestos por materias primas e insumos utilizadas en los procesos de producción de acuerdo a cada uno de los negocios. A continuación, se describen las principales materias primas e insumos:

- Cervezas: Malta y latas

En el caso de la malta, el abastecimiento proviene de productores locales y mercado internacional, a través de contratos a largos plazos, que en el caso de la Malta el precio se fija en función del mercado de cebada. Esta materia prima representa cerca del 7% del costo directo del Segmento operación Chile.

En el caso del suministro de latas, en Chile y en Negocios Internacionales representa del costo directo un 17% y 36%, respectivamente.

- No alcohólicos: Concentrados, azúcares y resina para envases plásticos

Los concentrados son adquiridos principalmente de los licenciatarios de marcas, a través de contratos de largo plazo. La adquisición de azúcares y resina se realizan en el mercado internacional a través de transacciones spot.

Estas materias primas en su conjunto representan un 25% del costo directo del Segmento operación Chile.

- Vinos: Uvas cosechadas

El abastecimiento de uvas corresponde a un 21% de viñedos pertenecientes a la subsidiara Viña San Pedro Tarapacá y un 79% es comprado a productores locales en modalidad de contratos de largo plazo y spot. El costo del vino representa un 58% del total de costos directos.

A continuación, se presenta la evolución del total de los Costos Directos en relación al total de los Costos de Venta y porción que se encuentra indexada en USD:

Tabla 47 Costos directos e indexación a USD

En MUF	Costos Directos							Promedio	Desv. estándar
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20		
Costos directos	18.939,09	20.521,23	21.875,54	23.593,97	24.525,23	11.713,73	11.619,67		
En relación al total de Costos de Venta	70,9%	72,9%	73,4%	75,6%	76,4%	75,8%	75,6%	74,4%	2,0%
Indexación USD	54,0%	63,0%	62,0%	61,0%	64,0%	60,0%	67,0%	61,6%	4,0%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Se puede ver que en promedio el 74,4% de los Costos de Venta corresponde a Costos Directos, y estos su vez se encuentran indexados a USD en promedio en 61,6%. Esto último es relevante para las proyecciones de resultado por incidencia en la variación del tipo de cambio.

Gastos por Segmento de Operación:

En el caso del gasto de los Segmentos de Operación, CCU los presenta agrupados bajo la sigla en inglés “MSD&A” que significa gastos de marketing, ventas, distribución y administración:

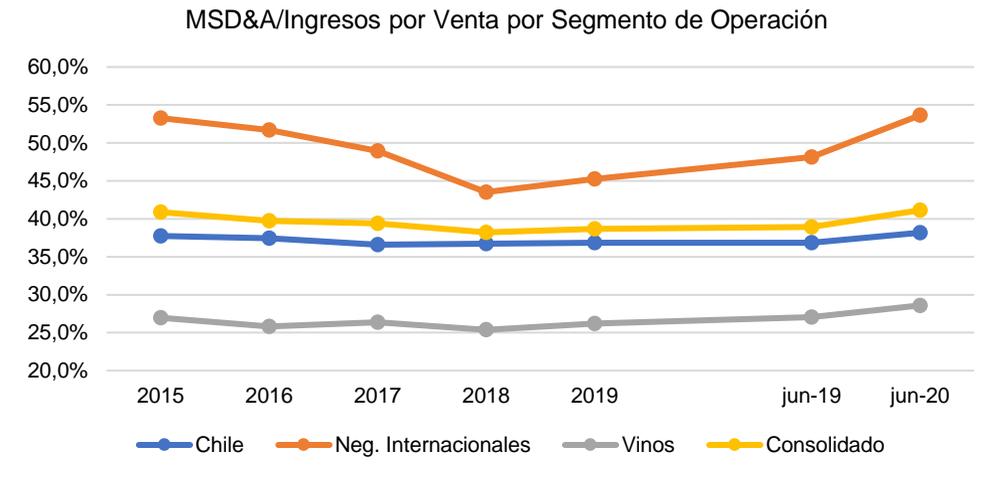
Tabla 48 Totas Gastos por Segmento de operación

En MUF	MSD&A por Segmentos de operación							Promedio	Desv. estándar
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20		
Chile	13.398,1	14.172,2	14.298,3	14.773,5	15.157,0	7.257,5	7.269,4		
En relación a los Ingresos	37,8%	37,4%	36,6%	36,7%	36,9%	36,8%	38,2%	37,2%	0,6%
Neg. Internacionales	8.431,8	7.264,8	8.408,9	7.639,6	7.423,4	3.686,2	3.461,6		
En relación a los Ingresos	53,3%	51,7%	49,0%	43,5%	45,2%	48,1%	53,6%	49,2%	3,9%
Vinos	1.992,7	1.973,9	2.012,9	1.901,2	1.963,8	958,5	1.074,9		
En relación a los Ingresos	26,9%	25,8%	26,4%	25,4%	26,2%	27,1%	28,6%	26,6%	1,1%
Otros	78,6	103,0	236,2	411,1	343,6	20,1	84,5		
Total	23.901,2	23.513,9	24.956,3	24.725,4	24.887,8	11.922,4	11.890,5		
En relación a los Ingresos	40,9%	39,7%	39,4%	38,2%	38,7%	38,9%	41,1%	39,6%	1,1%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

En la siguiente grafica se muestra la tendencia de los gastos por cada uno de los segmentos de operación en relación a las ventas:

Gráfico 5 Total gastos en relación a los ingresos por venta por segmento de operación



Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Los MSD&A en relación a los ingresos presentan distintos comportamientos entre Segmentos. En el caso de Negocios Internacionales es cercano a un 50% de los Ingresos, incrementándose a un 54% en 2020 debido a efectos inflacionarios en Argentina. En Chile, los gastos presentan más estabilidad, promediando 37,2% en base a los Ingresos. Vinos, por su parte, reporta el mejor margen bordeando un 27% respecto a los Ingresos. Adicionalmente, se debe considerar el gasto del Segmentos Otros, que corresponden a las funciones de gerencia y apoyos corporativo.

A continuación, se analiza la depreciación y amortización por cada uno de los Segmentos de operación en relación a los Ingresos:

Tabla 49 Depreciación y amortización por Segmento de operación

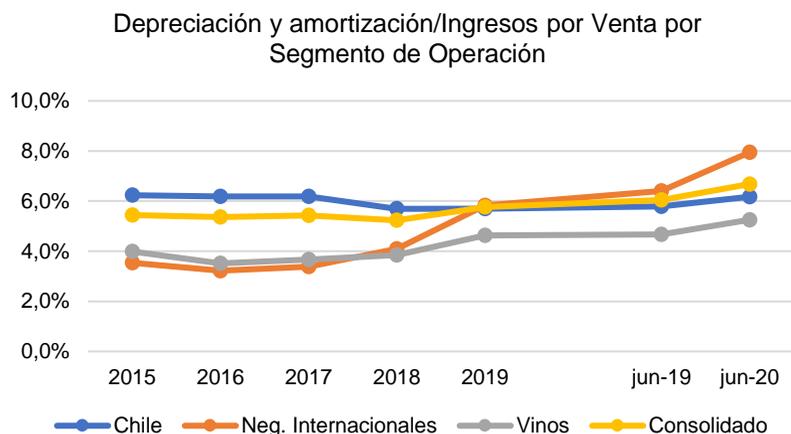
En MUF	Depreciación y amortización por Segmentos de operación							Promedio	Desv. estándar
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20		
Chile	2.212,3	2.343,1	2.418,4	2.290,8	2.342,0	1.140,3	1.175,9		
Crecimiento		5,9%	3,2%	-5,3%	2,2%		3,1%	1,8%	4,2%
En relación a los Ingresos	6,2%	6,2%	6,2%	5,7%	5,7%	5,8%	6,2%	6,0%	0,3%
Neg. Internacionales	559,3	452,7	580,9	718,2	956,5	490,8	512,8		
Crecimiento		-19,1%	28,3%	23,6%	33,2%		4,5%	14,1%	21,5%
En relación a los Ingresos	3,5%	3,2%	3,4%	4,1%	5,8%	6,4%	7,9%	4,9%	1,8%
Vinos	295,3	268,7	280,1	287,9	347,1	165,4	197,5		
Crecimiento		-9,0%	4,2%	2,8%	20,6%		19,4%	7,6%	12,4%
En relación a los Ingresos	4,0%	3,5%	3,7%	3,8%	4,6%	4,7%	5,3%	4,2%	0,6%
Otros	115,7	105,6	161,1	87,3	64,1	55,6	44,5		
Crecimiento		-8,7%	52,5%	-45,8%	-26,6%		-19,9%	-9,7%	37,3%
Total	3.182,7	3.170,1	3.441,0	3.384,6	3.710,4	1.852,4	1.931,1		
Crecimiento		-0,4%	8,5%	-1,6%	9,6%		4,3%	4,1%	5,1%
En relación a los Ingresos	5,4%	5,4%	5,4%	5,2%	5,8%	6,1%	6,7%	5,7%	0,5%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

En relación a los ingresos, la depreciación y amortización total corresponde en promedio a un 5,7%, con un importante aumento a 6,7% en junio 2020 por disminución de los ingresos en 5,6%. En Chile, corresponde a un 6% en donde mantiene estabilidad. En Negocios Internacionales promedia cerca de un 5%, pero en junio 2020 se incrementó a casi un 8% por disminución en los Ingresos por Venta en un 15,8%. Por su parte, Vinos tiene la menor relación en comparación a los otros Segmentos, al promediar un 4,2%.

En la siguiente grafica se puede ver la tendencia alcista en 2020 en relación a las Ventas, debido a la disminución de este ítem.

Gráfico 6 Depreciación y amortización en relación a Ingresos por Venta por Segmento de operación



Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Tabla 50 Otros ingresos y gastos operacionales

Respecto a Otros Ingresos/Gastos operacionales se describe lo siguiente:

En MUF	Otros Ingresos/Gastos por Segmentos de operación							Promedio	Desv. estándar
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20		
Chile	24,5	65,8	91,0	56,8	186,0	24,2	18,1		
<i>En relación a los Ingresos</i>	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,5%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
Neg. Internacionales	129,4	-15,0	25,3	8.092,6	501,7	311,6	237,6		
<i>En relación a los Ingresos</i>	0,8%	-0,1%	0,1%	46,1%	3,1%	4,1%	3,7%	8,3%	16,8%
Vinos	1,7	27,8	9,4	66,3	18,2	6,4	14,3		
<i>En relación a los Ingresos</i>	0,0%	0,4%	0,1%	0,9%	0,2%	0,2%	0,4%	0,3%	0,3%
Otros	8,5	39,6	25,6	23,0	41,5	18,5	3,0		
Total	164,1	118,3	151,3	8.238,7	747,3	360,8	273,0		
<i>En relación a los Ingresos</i>	0,3%	0,2%	0,2%	12,7%	1,2%	1,2%	0,9%	2,4%	4,6%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

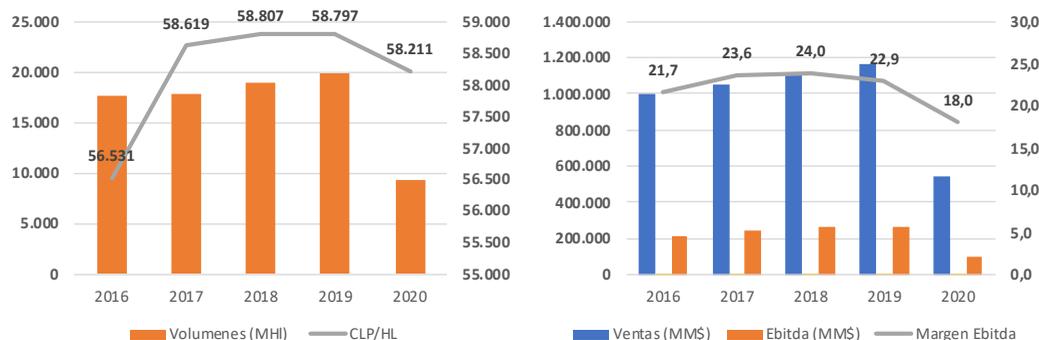
En promedio este ítem representa un 2,4% de los Ingresos por Venta Consolidado. En 2018 se observa un aumento significativo explicado por Negocios Internacionales en relación al reconocimiento en Argentina del término por anticipado de la licencia por la marca Budweiser, recibiendo beneficios por MMUSD 306.

7.5. Resultados por Segmento de Operación

A continuación, se presentan gráficos²³, incluyendo resultados de junio 2020, para ilustrar la evolución de cada segmento respecto a volúmenes vendidos (en millones de hectolitros), precios unitarios (en pesos por hectolitro), Ventas, EBITDA y margen EBITDA:

Chile:

Gráfico 7 Resultados Segmento operación Chile medidos en volúmenes, precios, Ventas, Ebitda y margen Ebitda



Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

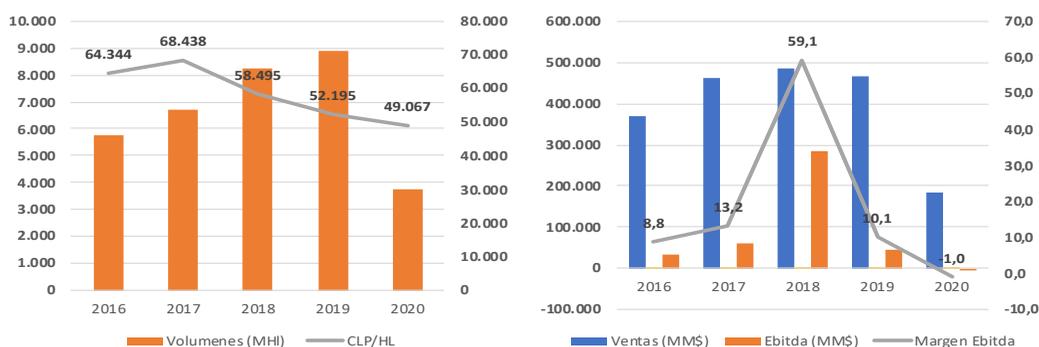
²³ En Anexo se presentan cifras detalladas por cada Segmento de operación para los años en estudio

En volúmenes, las ventas de Chile han crecido en promedio un 3,9% entre los años 2016 y 2019, alcanzando 19.802 miles de hectolitros vendidos, por su parte los precios han aumentado en 1,3% en promedio en este periodo, sin embargo, en 2019, no hubo prácticamente variación, debido a intensas actividades promocionales por la competencia en el mercado de cervezas. Durante el año 2020 los precios han disminuido a \$ 58.211 por hectolitro.

Las ventas han crecido un 5,3%, explicado por volúmenes y precios promedios, en cambio, el EBITDA ha tenido un mayor aumento de 7,4%, el cual se ha atenuado en 2019 al experimentar una variación de un 0,3% explicado por presión en el margen bruto dado la nula variación de precios y el aumento del costo de venta por la depreciación del peso chileno respecto al dólar en un 9,7%. Respecto, al Margen EBITDA mostró un aumento entre 2016 y 2018, llegando a un 24%, sin embargo, en 2019 cayó en 105 puntos base, debido lo explicado anteriormente.

Negocios Internacionales:

Gráfico 8 Resultados Segmento operación Negocios Internacionales medidos en volúmenes, precios, Ventas, Ebitda y margen Ebitda



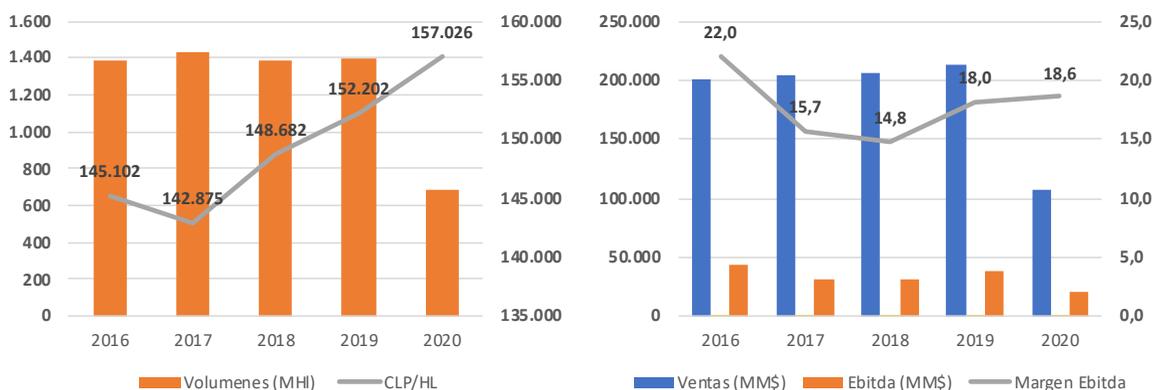
Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Los volúmenes han experimentado significativos aumentos año a año, explicados por crecimientos orgánicos e inorgánicos debido a la consolidación de las operaciones en Bolivia a partir del segundo semestre de 2018, no obstante, los precios muestran una constante disminución que en promedio de los años alcanza un 6,3%, explicado por la permanente depreciación del peso argentino respecto peso chileno que en 2019 fue de 48,4%.

Los resultados han mostrado gran volatilidad debido la situación económica de Argentina que ha tenido efectos cambiarios e inflacionarios. En 2018, se reconoció ingreso extraordinario correspondiente a indemnización de ABI por poner término por anticipado de la licencia por comercialización de la marca Budweiser, recibiendo como contraprestación MMUSD 306, los cuales fueron registrados en Otros Ingresos por función. Excluyendo este efecto, el EBITDA en 2018 hubiese aumentado solo un 21,5% y alcanzado un Margen EBITDA de 15,2%.

Vinos:

Gráfico 9 Resultados Segmento operación Vino medidos en volúmenes, precios, Ventas, Ebitda y margen Ebitda



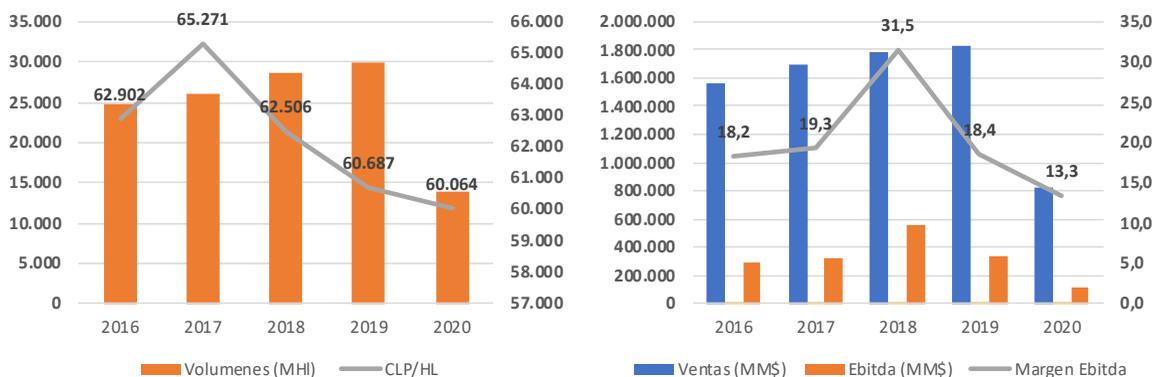
Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Los volúmenes no han experimentado grandes variaciones, si se destaca la disminución de un 3% en 2018. Los precios han visto un constante aumento desde 2017, creciendo a tasas de 4% en 2018 y 2,4% en 2019 explicado por la favorable exposición al dólar debido a sus exportaciones.

Sus resultados, medidos en EBITDA, se han visto disminuidos durante estos años, explicado por el aumento en los costos de venta debido al aumento en los costos asociados a las vendimias. En 2019, se observa una mejora de un 25% en el EBITDA y en el margen EBITDA de 322 puntos base al llegar a un 18%, debido en gran parte a los aumentos en los precios por efecto dólar y menor costo de vendimia.

Consolidado CCU:

Gráfico 10 Resultados de CCU medidos en volúmenes, precios, Ventas, Ebitda y margen Ebitda



Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Los volúmenes consolidados han visto un constante aumento, que en promedio es de 6,6%, explicado principalmente por Negocios Internacionales. No obstante, los precios han experimentado una sostenible disminución debido a una combinación de los efectos económicos en Argentina y nulos aumentos de precios en Chile.

Las Ventas se han visto beneficiadas en el aumento de los volúmenes, lo que ha llevado un aumento en promedio de un 5,4%. Por su parte, los resultados, medidos en EBITDA, muestran volatilidad en 2018 debido al reconocimiento de ingreso extraordinario correspondiente a indemnización de ABI por poner término por anticipado de la licencia por la marca Budweiser, recibiendo como contraprestación MMUSD 306 los cuales fueron registrados en Otros Ingresos por función. Excluyendo este efecto, el EBITDA en 2018 hubiese aumentado solo un 7,8% y alcanzado un Margen EBITDA de 19,7%, y una disminución de un 4,9% a EBITDA en 2019 y contracción del margen de 140 puntos al llegar a 18,4%.

7.6. Análisis de Resultados No Operacionales

A continuación, se realiza análisis de los resultados no operacionales desde 2015, revisando la relevancia en conjunto respecto a los Ingresos por Venta y descripción de cada uno de los ítems identificados:

Tabla 51 Resultados no operacionales

En MUF	Resultado No Operacional Consolidado						Promedio	Desv. estándar	
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19			jun-20
Ingresos Financieros	306,1	215,6	188,5	573,0	463,4	366,2	71,0	349,3	164,8
Costos Financieros	-901,4	-770,7	-901,8	-854,7	-979,2	-411,1	-466,1	-881,6	76,4
Participación en utilidad o pérdida en Asociadas o Negocios Conjuntos	-204,0	-211,0	-317,1	-392,4	-580,4	-369,9	-184,9	-341,0	155,1
Diferencia de cambio	37,4	17,3	-95,6	119,7	-319,8	45,7	221,5	-48,2	170,2
Otras ganancias (pérdidas)	332,1	-316,8	-288,0	146,2	111,5	93,6	189,9	-3,0	286,1
Resultados por unidades de reajuste	-128,1	-85,3	-4,1	26,9	-291,6	-161,3	-55,3	-96,4	125,4
Total	-557,8	-1.150,9	-1.418,1	-381,3	-1.596,1	-436,9	-223,9	-1020,9	531,3
<i>En relación a los Ingresos</i>	<i>-0,2%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>0,2%</i>

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

En general el resultado no operacional no ha tenido gran significancia en los resultados de CCU, al medirlos en relación a los ingresos, ya que en promedio han pesado un 0,2% de las ventas, esto debido a los reducidos costos financieros por el histórico bajo apalancamiento financieros (Ver sección Ratios Financieros, Endeudamiento), y la compensación con los ingresos financieros provenientes de la administración de los excedentes de efectivo y equivalente al efectivo, sin embargo, estos últimos en junio 2020 han sufrido una importante disminución debido a la disponibilidad de fondos por resultados del primer semestre y por condiciones de mercado que han impactado en las tasas de interés.

Un ítem relevante que se detallará más adelante corresponde a los resultados por participación en Asociadas y Negocios Conjuntos, que en el transcurso de los años ha incrementado las pérdidas reportadas, explicada por la participación en operaciones en Colombia.

Respecto a los resultados por Diferencia de Cambio, presenta gran volatilidad debido a las condiciones de mercado y la posición pasiva que mantiene en moneda extranjera, principalmente en USD, que en el caso de Chile realizan estrategia de cobertura a través

del uso de contratos derivados (forwards de monedas), cuyos efectos se registran en el ítem de Otras ganancias (pérdidas).

Finalmente, los resultados por unidades de reajuste se explican por los efectos en la reajustabilidad de la deuda proveniente de los Bonos los que se encuentran emitidos en UF, y a partir de 2018 se incluyen efectos correspondientes a la aplicación en Argentina de Hiperinflación, lo que implica la corrección monetaria de activos y pasivos no monetarios.

7.6.1. Participación en utilidad o pérdida en asociadas o negocios conjuntos:

De acuerdo con la informado en nota de inversiones contabilizadas por el método de la participación de los estados financieros de CCU, mantiene inversiones en los negocios conjuntos Cervecería Austral S.A., Foods Compañía de Alimentos CCU S.A., Central Cervecería de Colombia S.A.S. y Zona Franca Central Cervecería S.A.S., todas con una participación de un 50%.

Cervecería Austral S.A.:

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

Foods Compañía de Alimentos CCU S.A.:

Sociedad anónima cerrada, que participaba en el negocio de los snacks y alimentos en Chile, enajenó a fines del año 2015 las marcas de Calaf y Natur a Empresas Carozzi S.A. Además Foods era el principal accionista de Alimentos Nutrabien S.A. que poseía la marca "Nutrabien". Con fecha 17 de diciembre de 2018 Foods y la subsidiaria CCU Inversiones S.A. materializaron la venta del 100% de las acciones de Alimentos Nutrabien S.A. a Ideal S.A.

Central Cervecería de Colombia S.A.S. y Zona Franca Central Cervecería S.A.S.

Tienen como objetivo elaboración, comercialización y distribución de cervezas y bebidas no alcohólicas en base a malta.

A continuación, se presenta serie de con los resultados reconocidos por CCU en las distintas sociedades calificadas como Negocios Conjuntos o Asociadas:

Tabla 52 Participación en utilidad (pérdida) de negocios conjuntos y asociadas

En MUF	Participación en utilidad (pérdida) de negocios conjuntos y asociadas							Promedio	Desv. estándar
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20		
Cervecería Austral S.A.	9,6	28,6	35,5	59,5	68,2	30,3	29,6	40,3	23,7
Foods Compañía de Alimentos CCU S.A.	-48,8	-19,7	6,2	28,7	31,7	28,5	8,9	-0,4	34,1
Central Cervecera de Colombia S.A.S.	-104,1	-150,7	-307,2	-428,2	-662,5	-407,4	-214,3	-330,5	225,8
Zona Franca Central Cervecera S.A.S.	0,0	0,0	3,3	-14,2	-19,9	-23,6	-9,2	-6,2	10,2
Bebidas Bolivianas BBO S.A. (1)	-60,8	-68,5	-54,5	-33,4				-54,3	15,1
Otras sociedades	0,1	-0,8	-0,5	-4,7	2,1	2,3	0,1	-0,8	2,4
Total	-204,0	-211,0	-317,1	-392,4	-580,4	-369,9	-184,9	-341,0	155,1

(1) Con fecha 9 de agosto de 2018, CCU adquirió un 17% adicional de BBO, por un monto de USD 8.500.000 quedando en consecuencia con un 51% de participación, fecha en la que se comenzó a consolidar.

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

7.6.2. Impuestos a las ganancias:

Tabla 53 Impuestos a las ganancias

En MUF	Impuesto a las ganancias							Promedio	Desv. estándar
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20		
Impuestos a las Ganancias	-1.955,4	-1.148,0	-1.820,4	-4.938,3	-1.412,1	-535,6	-567,3	-2254,8	1534,2
En relación a la Utilidad antes de Impuestos	26,3%	17,8%	24,8%	29,7%	21,5%	16,9%	33,5%	24,4%	6,1%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

En promedio, el gasto por Impuestos a las Ganancias corresponde a un 24,4% de la Utilidad de antes de Impuestos. Debido a que CCU posee operaciones en distintos países está sujeto a los impuestos corporativos correspondientes a legislación de cada uno. A continuación, se detalla las tasas de impuestos corporativos de cada país para el año 2020:

- Chile: 27%
- Argentina: 25%
- Paraguay: 15%
- Uruguay: 25%
- Bolivia: 14%

7.6.3. Participaciones No Controladoras:

Tabla 54 Participaciones no controladoras

En MUF	Participaciones No Controladoras							Promedio	Desv. estándar
	2015	2016	2017	2018	2019	jun-19	jun-20		
Participaciones No Controladoras	-769,3	-820,7	-690,4	-551,2	-547,7	-248,5	-114,9	-675,9	124,4
En relación a los Ingresos por Venta	1,3%	1,4%	1,1%	0,9%	0,9%	0,8%	0,4%	1,0%	0,3%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

El Resultado No Controlador en promedio es de -MUF 675,9 equivalente al 1% de los Ingresos por Venta.

Los Resultados No Controladores están compuestos principales por la participación en las siguientes subsidiarias:

- Aguas CCU-Nestlé Chile S.A.
- Viña San Pedro Tarapacá S.A.
- Cervecería Kunstmann S.A.
- Compañía Pisquera de Chile S.A.
- Bebidas Bolivianas BBO S.A.
- Bebidas del Paraguay S.A.

7.7. Análisis de los activos operacionales

En esta sección se analizan los activos de CCU respecto a la contribución que realizan en la generación de flujos futuros de caja, definiendo aquellos que contribuyen como Operacionales y en caso contrario como No Operacionales:

Tabla 55 Participaciones no controladoras

Tipo de Activo (En MUF)	Al 30/06/2020	Operacional	No Operacional
Efectivo y Equivalente Efectivo	9.084,3		X
Otros activos financieros	353,9		X
Otros activos no financieros	722,5	X	
Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar	7.637,2	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	89,0	X	
Inventarios	10.224,2	X	
Activos biológicos corrientes	39,6	X	
Activos por impuestos	609,5		X
Activos no corrientes mantenidos para la Venta	14,0		X
Otros activos financieros	206,5		X
Otros activos no financieros	296,0	X	
Cuentas por cobrar, no corrientes	41,5	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	3,1	X	
Inversiones contabilizadas por método de la participación	5.033,8	X	
Activos intangibles distintos a Plusvalía	4.613,3	X	
Plusvalía	4.442,3	X	
Propiedades, plantas y equipo	38.432,7	X	
Propiedades de inversión	296,8		X
Activos por Derecho de Uso	852,0	X	
Activos por impuestos diferidos	1.871,7		X
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	0,9		X
Total	84.864,8	72.427,1	12.437,6
Respecto al Total de Activos	100,0%	85,3%	14,7%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

El valor libro del total de activos al 30 de junio 2020 es MUF 84.864,8, de los cuales se identificó que un 85,3%, es decir MUF 72.427,1, corresponden a activos operacionales, y en consecuencia, el restante 14,7% a no operacionales.

7.7.1. Activos Operacionales

A continuación, se realizará análisis de los activos operacionales con mayor significancia, en orden al peso relativo de cada uno de los rubros respecto al total de activos:

Propiedades Plantas y Equipos:

Son registrados al costo histórico, menos depreciaciones acumuladas y pérdidas por deterioro. El costo incluye tanto los desembolsos directamente atribuibles a la adquisición o construcción del activo, como así también los costos por intereses incurridos para la construcción de cualquier activo calificado, los que se capitalizan durante el ejercicio de tiempo que es necesario para completar y preparar el activo para el uso que se pretende. La depreciación de PPE es calculada linealmente basada en la vida útil estimada de dichos bienes, considerando el valor residual estimado de éstos.

Tabla 56 Propiedades, plantas y equipos en relación al total de activos

En miles de UF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Propiedades, plantas y equipo	34.303,64	34.252,88	37.048,34	37.857,02	38.432,66
En relación al total de activos	48,3%	46,4%	42,4%	45,5%	45,3%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Tabla 57 Composición de Propiedades, plantas y equipos

Principales componentes:	En miles de UF	En relación al total
Terrenos, edificios y construcción	18.350,09	47,7%
Maquinarias y equipos	9.119,42	23,7%
Envases y contenedores	2.888,76	7,5%
Otros equipos	1.832,96	4,8%
Activos en construcción y vides en formación	4.712,75	12,3%
Muebles, enseres y vehículos	912,59	2,4%
Videns en producción	616,08	1,6%
Total	38.432,66	100,0%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar:

Se compone de las cuentas por cobrar comerciales mantenidas con clientes minoristas, mayoristas y cadenas de supermercados de mercados domésticos y cuentas por cobrar por exportaciones. A su vez, estas cuentas por cobrar se estratifican según vigencia y antigüedad, y se encuentran netas de provisión de incobrabilidad de acuerdo con la pérdida crediticia esperada.

Tabla 58 Composición de Propiedades, plantas y equipos

En miles de UF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar	10.656,10	10.680,35	11.634,07	10.597,48	7.637,20
<i>En relación al total de activos</i>	15,0%	14,5%	13,3%	12,7%	9,0%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Tabla 59 Deudores comerciales y otras cuentas por Segmento de operación

Principales componentes:	En miles de UF	En relación al total
Cartera Segmento operación Chile	2.880,32	37,7%
Cartera Segmento operación Negocios Internacionales	1.253,72	16,4%
Cartera Segmento operación Vinos	1.936,11	25,4%
Estimación para pérdidas por deterioro	-231,57	-3,0%
Otras cuentas por cobrar	1.798,61	23,6%
Total	7.637,20	100,0%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Inventarios:

Los inventarios se valorizan al menor valor entre su costo de adquisición o producción y su valor neto realizable. El costo de producción de los productos terminados y de los productos en proceso incluye las materias primas, la mano de obra directa, los gastos indirectos de fabricación basados en una capacidad operativa normal y otros costos incurridos para dejar los productos en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta, netos de descuentos atribuibles a los inventarios.

Tabla 60 Inventarios en relación al total de activos

En miles de UF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Inventarios	7.563,79	7.537,38	8.273,38	8.210,35	10.224,18
<i>En relación al total de activos</i>	10,6%	10,2%	9,5%	9,9%	12,0%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Tabla 61 Composición Inventarios

Principales componentes:	En miles de UF	En relación al total
Productos terminados	3.800,36	37,2%
Productos en proceso	110,46	1,1%
Materias primas	5.931,88	58,0%
Materias primas en tránsito	231,58	2,3%
Materiales e insumos	271,40	2,7%
Estimación a valor neto realizable y obsolescencia	-121,50	-1,2%
Total	10.224,18	100,0%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Plusvalía:

La plusvalía representa el exceso del costo de adquisición de una combinación de negocios sobre la participación en el valor razonable de los activos identificables, pasivos y pasivos contingentes de la subsidiaria a la fecha de adquisición y es contabilizado a su valor de costo menos pérdidas acumuladas por deterioro. La plusvalía relacionada con adquisiciones de negocios conjuntos se incluye en el valor contable de la inversión.

Tabla 62 Plusvalía en relación al total de activos

En miles de UF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Plusvalía	3.668,71	3.530,75	4.463,68	4.413,84	4.442,32
En relación al total de activos	5,2%	4,8%	5,1%	5,3%	5,2%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Tabla 63 Plusvalía por Segmento de operación

Principales componentes:	En miles de UF	En relación al total
Segmento de operación Chile	1.554,43	35,0%
Segmento de operación Negocios Internacionales	1.758,27	39,6%
Segmento de operación Vinos	1.129,62	25,4%
Total	4.442,32	100,0%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Activos intangibles distintos a plusvalía:

En este rubro se clasifican las Marcas comerciales, Programas informáticos, Derechos de agua y Derechos de distribución. Todos estos activos son registrados al costo histórico, menos amortización y pérdidas por deterioro. Tanto las Marcas Comerciales como los derechos de agua se determinan con vida útil indefinida.

Tabla 64 Activos intangibles en relación al total de activos

En miles de UF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Activos intangibles distintos a plusvalía	2.948,19	2.874,55	4.315,64	4.437,26	4.613,30
En relación al total de activos	4,2%	3,9%	4,9%	5,3%	5,4%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Tabla 65 Composición Activos intangibles

Principales componentes:	En miles de UF	En relación al total
Marcas comerciales	3.852,15	83,5%
Programas informáticos	643,09	13,9%
Derechos de agua	111,49	2,4%
Derechos de distribución y de llaves	6,57	0,1%
Total	4.613,30	100,0%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Inversiones contabilizadas por método de la participación:

Mantiene inversiones en acuerdos conjuntos que califican como negocios conjuntos y que corresponden a un acuerdo contractual por medio del cual dos o más partes realizan una actividad económica que está sujeta a control conjunto, y normalmente involucra el establecimiento de una entidad separada en la cual cada controlador tiene una participación basada en un pacto controlador. A su vez, mantiene inversiones en asociadas que se definen como aquellas entidades sobre las que el inversor ejerce influencia significativa y no es una subsidiaria ni constituye un negocio conjunto.

Tabla 66 Inversiones contabilizadas por método de la participación en relación al total de activos

En miles de UF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Inversiones contabilizadas por método de la participación	2.444,40	3.704,37	5.151,96	4.807,43	5.033,77
En relación al total de activos	3,4%	5,0%	5,9%	5,8%	5,9%

Tabla 67 Composición Asociadas y negocios conjuntos

Principales componentes:	En miles de UF	En relación al total
Cervecería Austral S.A.	323,26	6,4%
Foods Compañía de Alimentos CCU S.A.	68,46	1,4%
Central Cervecera de Colombia S.A.S.	1.290,89	25,6%
Zona Franca Central Cervecera S.A.S.	3.297,82	65,5%
Otras sociedades	53,34	1,1%
Total	5.033,77	100,0%

7.7.2. Activos No Operacionales

A continuación, se realizará una descripción de cada uno de los rubros de activos categorizados como no operacionales:

Otros activos financieros

Incluyen valores negociables, contratos derivados en entidades financieras y depósitos a plazo con vencimientos a más de 90 días.

Respecto a los contratos derivados se clasifican como mantenidos para negociar si son adquiridos con el propósito de venderlos en el corto plazo, o como cobertura cuando tienen la finalidad de realizar cobertura de flujos de caja. En el caso de negociables se puede ver que corresponden a forwards de monedas y cobertura a través de contratos Swaps que tiene como objetivo a eliminar volatilidad por futuros egresos de caja provenientes de pasivos financieros expuestos a tasas de interés variables y tipo de cambio.

Tabla 68 Composición Otros activos financieros

En MUF	Corriente	No corriente
Instrumentos financieros derivados	116,1	
Valores negociables e Inversiones en otras sociedades	228,5	
Activos de cobertura	9,2	206,5
Total	353,9	206,5

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Efectivo y equivalentes al efectivo:

Incluye el efectivo en caja, saldos en banco, depósitos a plazo, inversiones en fondos mutuos e instrumentos financieros adquiridos con compromiso de retroventa (pactos) e inversiones a corto plazo pactados a una tasa de interés fija con vencimiento hasta de tres meses.

Tabla 69 Efectivo y equivalentes al efectivo en relación al total de activos

En miles de UF	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19	30-06-20
Efectivo y equivalentes al efectivo	5.077,81	6.345,39	11.572,82	6.936,41	9.084,31
En relación al total de activos	7,1%	8,6%	13,3%	8,3%	10,7%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Tabla 70 Composición Efectivo y equivalentes al efectivo en relación al total de activos

Principales componentes:	En miles de UF	En relación al total
Efectivo en caja	7,43	0,1%
Saldos en bancos	3.807,96	41,9%
Depósitos a plazo	3.310,65	36,4%
Instrumentos financieros adquiridos con compromiso de retroventa (pacto)	1.772,03	19,5%
Inversiones en cuotas de fondos mutuos	61,14	0,7%
Depósitos en overnight	125,12	1,4%
Total	9.084,31	100,0%

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Activos por impuestos

Corresponde a saldos por Impuestos por recuperar de años anteriores, Créditos por impuestos de subsidiarias argentinas, Pagos provisionales mensuales (PPM), Pago provisional utilidades absorbidas (PPUA) y Otros créditos.

Tabla 71 Composición Activos por impuestos Corrientes

En MUF	Corriente	No corriente
Impuesto por recuperar años anteriores	260,1	
Créditos por impuestos de subsidiarias argentinas	115,0	0,9
Pagos provisionales mensuales	226,1	
Otros créditos	8,4	
Total	609,5	0,9

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Activos no corrientes mantenidos para la venta

Se clasifican propiedades, plantas y equipos sujetos a enajenación, para los cuales se han iniciado gestiones activas para su venta. Estos activos se valorizan al menor valor entre el valor libros y el valor estimado de venta deducidos los costos necesarios de llevarla a cabo, y dejan de depreciarse desde el momento en que son clasificados como activos no corrientes mantenidos para la venta.

Entre los activos que se encuentra clasificados en este rubro se observan terrenos, construcciones y maquinarias. Destaca inmueble ubicado en la ciudad de Luján de Cuyo, provincia de Mendoza, Argentina.

Tabla 72 Composición Activos mantenidos para la venta

En MUF	Corriente
Terrenos	8,4
Construcciones	5,3
Maquinarias	0,4
Total	14,0

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Propiedades de inversión

Corresponden a terrenos y edificios mantenidos con la finalidad de generar plusvalías y no para ser utilizadas en el transcurso normal de sus negocios y son registradas al costo histórico menos cualquier pérdida por deterioro. Las propiedades de inversión, excluidos los terrenos, se deprecian basada en la vida útil estimada de dichos bienes considerando el valor residual estimado de estos.

Se incluyen en Chile 17 terrenos, 2 oficinas y 1 departamento mantenidos para propósito de plusvalía, de los cuales 1 departamento se encuentra arrendado, por otra parte, en Argentina se encuentran 2 terrenos y 2 inmuebles arrendados.

Tabla 73 Composición Propiedades de inversión

En MUF	No corriente
Terrenos	221,5
Edificios	75,3
Total	296,8

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Activos por impuestos diferidos

Son los impuestos que espera recuperar en el futuro por las diferencias temporarias entre el valor libro de los activos y pasivos para propósitos de reporte financiero y la correspondiente base tributaria de estos activos y pasivos utilizada en la determinación de las utilidades afectas a impuesto. Los activos por impuestos diferidos son generalmente reconocidos por todas las diferencias temporarias y son calculados a las tasas que estarán vigentes en cada país a la fecha en que los pasivos sean pagados y los activos sean realizados.

Tabla 74 Composición Activos por impuestos diferidos

En MUF	No corriente
Provisión por deterioro de cuentas por cobrar	46,48
Otros gastos no tributarios	286,16
Beneficios al personal	148,47
Provisión por deterioro de inventarios	23,46
Indemnización por años de servicio	330,28
Valorización de inventarios	83,09
Intangibles	11,54
Otros activos	472,99
Pérdidas tributarias	780,77
Total	2.183,2

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

8. PROYECCIÓN ESTADO DE RESULTADOS

En esta sección se presenta proyección del Estados de Resultados desde el segundo semestre de 2020 a 2024. La base de proyección es principalmente en función de los Ingresos Ordinarios por cada uno de los Segmentos de Operación: Chile, Negocios Internacionales y Vinos, en donde se analiza variables específicas de cada uno como volúmenes de venta, precios, costos unitarios, incidencia de tipos de cambio y estructura de gastos, también se considera el Segmento Otros debido a sus resultados negativos ya que corresponde a unidades de gastos y apoyos corporativos.

8.1. Proyección Ingresos Ordinarios

En general la metodología para proyectar los ingresos es a través del comportamiento tanto de los volúmenes de venta de acuerdo a la relación que ha tenido CCU según el comportamiento de las economías y el precio esperado en cada uno de los negocios. Para efectos de simplificar y profundizar en las dos variables indicadas anteriormente se consideró la participación de mercado como una constante.

Para la proyección de volúmenes de Chile se consideró coeficiente explicativo de volúmenes de venta y actividad económica introducido en la sección de proyección de la industria de 0,9266, con base de referencia el año 2019 desde el tercer trimestre de 2020, ajustado a las proyecciones económicas para el país de acuerdo al IPOM junio 2020 del Banco Central de Chile.

Para Negocios Internacionales, se replicó similar coeficiente indicado en el punto anterior pero ajustado a las proyecciones Argentina y América Latina para los próximos años expuestas por el FMI.

En el caso de Vinos, debido la incidencia de la economía mundial y otros factores propios de esta industria se considera como proyección en volúmenes el crecimiento promedio histórico de los últimos años de un 1,66%.

Tabla 75 Proyección crecimiento de volúmenes de venta

(Volúmenes MHL)	2018 R	2019 R	2020	2021	2022	2023	2024
Chile	18.868,0	19.802,0	18.942,3	19.776,0	20.325,8	20.890,8	21.471,5
Crecimiento		4,95%	-4,34%	4,40%	2,78%	2,78%	2,78%
% en relación al total	66,13%	65,80%	66,21%	66,45%	66,33%	66,21%	66,08%
Negocios Internacionales	8.273,0	8.899,0	8.237,8	8.535,5	8.843,9	9.163,5	9.494,7
Crecimiento		7,57%	-7,43%	3,61%	3,61%	3,61%	3,61%
% en relación al total	29,00%	29,57%	28,80%	28,68%	28,86%	29,04%	29,22%
Vinos	1.389,0	1.395,0	1.427,5	1.451,2	1.475,3	1.499,7	1.524,6
Crecimiento		0,43%	2,33%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%
% en relación al total	4,87%	4,64%	4,99%	4,88%	4,81%	4,75%	4,69%
Consolidado	28.530,0	30.096,0	28.607,6	29.762,7	30.645,0	31.554,0	32.490,7
Crecimiento		5,49%	-4,95%	4,04%	2,96%	2,97%	2,97%

En el caso de la proyección de los precios, para el caso se Chile, se observó que en últimos años ha habido disminución en los precios reales, lo que se puede explicar por creciente competencia en la industria de Cervezas. Para efectos de proyectar se

determinó mantener los precios a lo exhibido en el segundo trimestre de 2020 de 2,11 UF/HL.

En el caso de Negocios Internacionales, se realizó sensibilización de la situación económica de Argentina que a 2019 representaba el 81,3% de los ingresos de este Segmento. La sensibilización se realizó en referencia de los precios del segundo trimestre de 1,71 UF/HL aplicando devaluación del peso argentino respecto al peso chileno y alza de precios por inflación en Argentina, ambas proyectadas al segundo semestre de 2020 al 2024 de acuerdo a la siguiente tabla:

Tabla 76 Proyección de precios unitarios

UF/HL	2018 R	2019 R	2020	2021	2022	2023	2024
Chile	2,13	2,08	2,08	2,11	2,11	2,11	2,11
Crecimiento		-2,64%	-0,07%	1,62%	0,00%	0,00%	0,00%
Negocios Internacionales	2,12	1,84	1,72	1,96	1,57	1,43	1,35
Crecimiento		-13,11%	-6,98%	14,19%	-19,95%	-8,56%	-6,06%
% en relación al total	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vinos	5,39	5,38	5,41	5,10	4,91	4,83	4,76
Crecimiento		-0,32%	0,55%	-5,74%	-3,56%	-1,63%	-1,56%
% en relación al total	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Consolidado	2,27	2,14	2,11	2,19	2,07	2,02	1,99
Crecimiento		-5,66%	-1,15%	3,53%	-5,59%	-2,18%	-1,56%

Para el caso de Chile, se analiza que en últimos ha habido una disminución en los precios reales, explicado por la alta competencia en la industria de Cervezas. Para efectos de proyectar se determinó mantener los precios a lo exhibido en el segundo trimestre de 2020 de 2,11 UF/HL.

En el caso de Negocios Internacionales, se realizó sensibilización de la situación económica de Argentina que a 2019 representaba el 81,3% de los ingresos de este Segmento. La sensibilización se realizó en referencia a los precios del segundo trimestre de 1,71 UF/HL aplicando devaluación del peso argentino respecto al peso chileno y alza de precios por inflación en Argentina, ambas proyectadas al segundo semestre de 2020 al 2024 de acuerdo a la siguiente tabla:

Tabla 77 Proyección variables económicas Argentina

	2018 R	2019 R	2020	2021	2022	2023	2024
Paridad CLP/ARG ⁽¹⁾	23,033	14,664	9,974	7,880	6,566	5,648	5,055
Inflación Argentina ⁽²⁾	57,50%	54,20%	37,8%	47,1%	35,5%	35,5%	35,5%
Ing. Argentina/Neg. Internacionales ⁽³⁾	85,4%	81,3%	81,3%	81,3%	81,3%	81,3%	81,3%

Fuentes: (1) Proyección del peso argentino por dólar por The Economy Forecast Agency y Proyección del peso chileno por dólar por banco BICE (2) Infobae (3) Elaboración Propia con información de Estados Financieros

Para Vinos se realizó proyección de precios sensibilizando la variación en paridad del peso chileno y dólar norteamericano utilizando como base los precios determinados al segundo trimestre del 2020:

Tabla 78 Proyección variables económicas para Vinos

	2018 R	2019 R	2020	2021	2022	2023	2024
Paridad CLP/USD ⁽¹⁾	640,29	702,63	795,00	758,00	729,00	729,00	729,00
Exportación/Total Ingreso	57,0%	59,0%	59,0%	59,0%	59,0%	59,0%	59,0%

Fuentes: (1) Banco BICE (2) Elaboración Propia con información de estados financieros de Viña San Pedro Tarapacá S.A.

Respecto al Otros, corresponde a la eliminación por Ventas entre los Segmentos anteriores. Para efectos de proyección se considera el promedio histórico de las eliminaciones respecto a la suma de los ingresos de los Segmentos.

De esta manera, al considerar proyección de volúmenes y precios (UF por hectolitro) se determina los ingresos por venta por cada uno de los segmentos:

Tabla 79 Proyección Ingresos por Venta por Segmento

En miles de UF	2018 R	2019 R	2020	2021	2022	2023	2024
Chile	40.251,8	41.127,0	39.313,5	41.706,7	42.866,1	44.057,7	45.282,4
Crecimiento		2,17%	-4,41%	6,09%	2,78%	2,78%	2,78%
% en relación al total	62,22%	63,88%	65,15%	64,40%	67,43%	68,56%	69,34%
Negocios Internacionales	17.555,3	16.407,2	13.941,0	16.319,5	14.099,9	13.609,0	13.430,2
Crecimiento		-6,54%	-15,03%	17,06%	-13,60%	-3,48%	-1,31%
% en relación al total	27,14%	25,49%	23,10%	25,20%	22,18%	21,18%	20,57%
Vinos	7.491,9	7.499,9	7.755,9	7.394,8	7.250,0	7.249,8	7.254,9
Crecimiento		0,11%	3,41%	-4,65%	-1,96%	0,00%	0,07%
% en relación al total	11,58%	11,65%	12,85%	11,42%	11,41%	11,28%	11,11%
Otros	607,2	656,1	665,4	660,0	647,8	654,9	665,5
Consolidado	64.691,9	64.378,1	60.344,9	64.761,0	63.568,2	64.261,5	65.302,0
Crecimiento		-0,49%	-6,26%	7,32%	-1,84%	1,09%	1,62%

8.2. Proyección de Costos y Gastos operacionales

Tanto los costos como gastos se analizaron y proyectaron según cada Segmento de operación, debido a la particularidad de cada uno por las industrias que componen y las perspectivas económicas de cada país en donde se desarrollan la que inciden significativamente en estos componentes.

En primera instancia, para el caso de los Costos de Venta se realizó análisis de los costos unitarios y la incidencia en estos de la variabilidad del tipo de cambio. Si bien CCU, en cada uno de sus segmentos, se encuentra expuesto a precios internacionales de ciertos insumos y materias primas, como por ejemplo resina, cebada, azúcares entre otros, o variabilidad en costos de transformación por alzas salariales y costos en energía eléctrica los cuales pueden influir en los costos y rentabilidad de los negocios, se definió no sensibilizar estas últimas debido a la falta de información para proyectar estas variables y así simplificar el modelamiento de los costos. Así, se utilizó como base los costos directos del segundo trimestre proyectando la variación de estos según la variación proyectada en el tipo de cambio ajustado en la indexación al dólar según cada segmento.

Asimismo, en la situación de Chile, de acuerdo a los estados financieros, la indexación al dólar del total de los costos de venta es de un 62%. En el caso de Vinos un 28%. Los tipos de cambio utilizados son los siguientes:

Tabla 80 Proyección variables económicas Chile

	T2 2020	2do Sem. 2020	2021	2022	2023	2024
Paridad CLP/USD ⁽¹⁾	823,01	795,00	758,00	729,00	729,00	729,00
Inflación Chile ⁽²⁾		2,70%	2,2%	3,0%	3,0%	3,0%

Fuentes: (1) Banco BICE (2) Banco Central de Chile (IPOM junio 2020)

En el caso de Negocios Internacionales que igual manera sus costos se encuentran indexados al dólar, se definió aplicar relación con los precios de venta de manera de reflejar la devaluación del peso argentino respecto al peso chileno.

Según lo anterior los costos unitarios por Segmento quedan de la siguiente manera:

Tabla 81 Proyección costos unitarios

UF/HL	2018 R	2019 R	2020	2021	2022	2023	2024
Chile	0,96	0,96	1,12	1,07	1,04	1,03	1,04
Crecimiento		-0,04%	16,72%	-5,22%	-2,64%	-0,27%	0,07%
Negocios Internacionales	1,01	0,99	1,00	0,92	0,77	0,72	0,68
Crecimiento		-2,08%	0,98%	-7,44%	-16,61%	-6,85%	-4,76%
Vinos	3,48	3,26	3,18	3,13	3,10	3,10	3,10
Crecimiento		-6,33%	-2,34%	-1,73%	-1,01%	0,00%	0,00%
Consolidado	1,11	1,09	1,20	1,14	1,07	1,05	1,04
Crecimiento		-1,55%	10,55%	-5,47%	-5,86%	-1,78%	-1,09%

De esta manera los Costos de Venta quedan de la siguiente manera, reflejando la relación respecto a los Ingresos Ordinarios:

Tabla 82 Proyección costos de venta

En miles de UF	2018 R	2019 R	2020	2021	2022	2023	2024
Chile	18.184,0	19.076,3	21.299,3	21.076,9	21.090,5	21.618,3	22.234,3
Crecimiento		4,91%	11,65%	-1,04%	0,06%	2,50%	2,85%
% en relación al Ingresos	45,18%	46,38%	54,18%	50,54%	49,20%	49,07%	49,10%
Negocios Internacionales	8.346,2	8.791,3	7.404,1	7.881,5	6.809,6	6.572,4	6.486,1
Crecimiento		5,33%	-15,78%	6,45%	-13,60%	-3,48%	-1,31%
% en relación al Ingresos	47,54%	53,58%	53,11%	48,29%	48,29%	48,29%	48,29%
Vinos	4.834,7	4.548,4	4.545,5	4.541,0	4.569,7	4.645,5	4.722,5
Crecimiento		-5,92%	-0,06%	-0,10%	0,63%	1,66%	1,66%
% en relación al Ingresos	64,53%	60,65%	58,61%	61,41%	63,03%	64,08%	65,09%
Otros	166,3	331,2	339,9	342,2	331,7	335,4	341,6
Consolidado	31.531,1	32.747,1	33.588,7	33.841,6	32.801,5	33.171,7	33.784,5
Crecimiento		3,86%	2,57%	0,75%	-3,07%	1,13%	1,85%
% en relación al Ingresos	48,74%	50,87%	55,66%	52,26%	51,60%	51,62%	51,74%

En segunda instancia, al igual que los costos, los gastos fueron analizados y proyectados según cada Segmento de operación, sensibilizando la relación histórica que han presentado respecto a los Ingresos Ordinarios. Sin embargo, los gastos se proyectan como un total denominado MSD&A (Marketing, Sales, Distribution & Administración):

Tabla 83 Proyección de gastos

En miles de UF	2018 R	2019 R	2020	2021	2022	2023	2024
Chile	14.773,5	15.157,0	14.780,7	15.512,8	15.944,1	16.387,3	16.842,8
Crecimiento		2,60%	-2,48%	4,95%	2,78%	2,78%	2,78%
% en relación al Ingresos	36,70%	36,85%	37,60%	37,20%	37,20%	37,20%	37,20%
Negocios Internacionales	7.639,6	7.423,4	7.132,3	8.030,5	6.938,4	6.696,8	6.608,8
Crecimiento		-2,83%	-3,92%	12,59%	-13,60%	-3,48%	-1,31%
% en relación al Ingresos	43,52%	45,24%	51,16%	49,21%	49,21%	49,21%	49,21%
Vinos	1.901,2	1.963,8	2.140,9	1.968,7	1.930,2	1.930,1	1.931,5
Crecimiento		3,29%	9,01%	-8,04%	-1,96%	0,00%	0,07%
% en relación al Ingresos	25,38%	26,18%	27,60%	26,62%	26,62%	26,62%	26,62%
Otros	411,1	343,6	251,6	345,6	339,3	343,0	348,5
Consolidado	24.725,4	24.887,8	24.305,5	25.857,7	25.151,8	25.357,1	25.731,6
Crecimiento		0,66%	-2,34%	6,39%	-2,73%	0,82%	1,48%
% en relación al Ingresos	38,22%	38,66%	40,28%	39,93%	39,57%	39,46%	39,40%

Incorporados en los gastos MSD&A encontramos la depreciación y amortización. De igual manera a lo anterior, la proyección se realizó por cada uno de los segmentos manteniendo una relación promedio histórica respecto a los Ingresos:

Tabla 84 Proyección de depreciación y amortización

En miles de UF	2018 R	2019 R	2020	2021	2022	2023	2024
Chile	2.290,8	2.342,0	2.355,9	2.399,3	2.443,4	2.488,4	2.534,2
Crecimiento		2,23%	0,60%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
% en relación al total	5,69%	5,69%	5,99%	5,75%	5,70%	5,65%	5,60%
Negocios Internacionales	718,2	956,5	1.027,5	926,4	880,8	864,6	882,9
Crecimiento		33,17%	7,43%	-9,84%	-4,92%	-1,84%	2,12%
% en relación al total	4,09%	5,83%	7,37%	5,68%	6,25%	6,35%	6,57%
Vinos	287,9	347,1	395,7	425,8	306,3	306,3	306,5
Crecimiento		20,58%	14,01%	7,60%	-28,07%	0,00%	0,07%
% en relación al total	3,84%	4,63%	5,10%	5,76%	4,22%	4,22%	4,22%
Otros	87,3	64,1	75,8	64,5	63,3	64,0	65,0
Consolidado	3.384,2	3.709,7	3.855,0	3.816,0	3.693,8	3.723,2	3.788,6
Crecimiento		9,62%	3,92%	-1,01%	-3,20%	0,80%	1,75%
% en relación al total	5,23%	5,76%	6,39%	5,89%	5,81%	5,79%	5,80%

8.3. Proyección Resultado No Operacional

Como se indicó en la sección de análisis de resultado no operacional, este se encuentra compuesto por Ingresos Financieros, Costos Financieros, Participación en utilidad o pérdida de negocios conjuntos o asociadas, Diferencia de Cambio, Otras

ganancias (pérdidas) y Resultados por unidades de reajuste. Para efectos de proyección estos rubros se analizaron individualmente, de igual manera al establecer su recurrencia o no en los flujos de caja de la compañía. Se detalla a continuación.

- Ingresos Financieros: Se utilizó como referencia los ingresos financieros informados en el segundo trimestre del 2020, dado que refleja la baja en las tasas de interés de mercado. Para efectos de proyectar utilizó relación del ingreso financiero del periodo indicado respecto al EBITDA del mismo, replicando esta relación para los años proyectados según el EBITDA de cada uno y asumiendo que la tasa de política monetaria del Banco Central se mantendrá cercana a este periodo (0,5%). Adicionalmente, este rubro se considera como recurrente.
- Costos Financieros: De igual manera que los ingresos financieros se consideraron como referencia lo informado en el segundo trimestre de 2020, sin embargo, para los siguientes trimestres de ese año y en adelante se incluye el costo financiero de los Bonos Series D, M y L según sus respectivas tasas de interés efectivas informadas en los estados financieros. En los siguientes se asume que se mantendrá la estructura de deuda financiera. Este rubro se considera como recurrente.
- Participación en utilidad o pérdida de negocios conjuntos o asociadas: Tal como se indica en la sección de análisis de resultado no operacional, en este rubro se reflejan la utilidad o pérdida contable de diversos negocios en donde CCU tiene participación sin control. De acuerdo a los informado en estados financieros, en los últimos años CCU ha reportado importantes pérdidas explicadas principalmente por negocios en Colombia. Debido a falta de información de estos negocios se determinó como proyección mantener los resultados reportados en el primer semestre del 2020. Al igual que los rubros anteriores, se determina recurrencia en este resultado.
- Diferencia de Cambio, Otras ganancias (pérdidas), Resultados por unidades de reajuste: En estos rubros se reflejan resultados por actualización o Re expresión de activo y pasivos en moneda extranjera, valorización de instrumentos derivados y reajuste de activos y pasivos expuestos a unidades de fomento. Debido a su volatilidad y baja significancia en relación a los ingresos, estas partidas se consideran como no recurrentes. Para efectos de proyección se considera el promedio de los últimos años.

Tabla 85 Proyección de resultados no operacionales

(En miles de UF)	2018 R	2019 R	2020	2021	2022	2023	2024	Consideración
Ingresos Financieros	573,0	463,4	147,5	167,0	174,9	177,6	179,9	Recurrente
Crecimiento		-19,13%	-68,16%	13,19%	4,74%	1,57%	1,26%	
Costos Financieros	-854,7	-979,2	-987,1	-1.042,0	-1.042,0	-1.042,0	-1.042,0	Recurrente
Crecimiento		14,56%	0,81%	5,57%	0,00%	0,00%	0,00%	
Participación en Utilidad	-392,4	-580,4	-369,9	-369,9	-369,9	-369,9	-369,9	Recurrente
Crecimiento		47,93%	-36,28%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Diferencia de Cambio	119,7	-319,8	197,4	-48,2	-48,2	-48,2	-48,2	No Recurrente
Crecimiento		-367,18%	-161,71%	-124,43%	0,00%	0,00%	0,00%	
Otras ganancias (pérdidas)	146,2	111,5	188,4	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	No Recurrente
Crecimiento		-23,72%	68,94%	-101,58%	0,00%	0,00%	0,00%	
Resultados por unidades de reajuste	26,9	-291,6	-201,1	-201,1	-201,1	-201,1	-201,1	No Recurrente
Crecimiento		-1183,23%	-31,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Total	-381,3	-1.596,1	-1.024,7	-1.497,2	-1.489,3	-1.486,5	-1.484,3	
Crecimiento		318,62%	-35,80%	46,10%	-0,53%	-0,18%	-0,15%	

8.4. Impuesto Corporativo Proyectado

CCU se encuentra sujeto a distintas tasas de impuestos debido a sus operaciones en distintos países. Asimismo, de acuerdo a lo informado en la nota de impuestos a las ganancias se encuentra sujeto a ciertas diferencias tributarias en la determinación del impuesto a la renta que difieren de manera permanente con resultados financieros lo que genera tasas de impuestos efectivas respecto a las utilidades financieras antes de impuestos, distintas a las tasas corporativas de cada país, es por esto que sumado a simplificar la proyección de impuestos es que se definió utilizar un tasa de impuesto efectiva promedio los últimos años siendo de un 24,36%, esto a partir del segundo semestre del 2020 en adelante.

Tabla 86 Proyección de impuestos a las ganancias

En miles de UF	2018 R	2019 R	2020	2021	2022	2023	2024
Utilidad antes de Impuesto	16.292,7	5.894,4	2.769,3	3.726,5	4.284,6	4.407,0	4.465,0
	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto a las ganancias	4.938,3	1.412,1	912,9	907,9	1.043,9	1.073,7	1.087,8
Tasa Efectiva	30,31%	23,96%	32,97%	24,36%	24,36%	24,36%	24,36%

8.5. Estado de Resultados Proyectado²⁴

Tabla 87 Estados de Resultados proyectados

	2018 R		2019 R		2020		2021		2022		2023		2024	
	MUF	% de Ingresos												
Ingresos de actividades Ordinarias	64.691,9	100,0%	64.378,1	100,0%	60.344,9	100,0%	64.761,0	100,0%	63.568,2	100,0%	64.261,5	100,0%	65.302,0	100,0%
Costos de Venta	(31.531,1)	-48,7%	(32.747,1)	-50,9%	(32.564,4)	-54,0%	(33.841,6)	-52,3%	(32.801,5)	-51,6%	(33.171,7)	-51,6%	(33.784,5)	-51,7%
Margen Bruto	33.160,7	51,3%	31.631,0	49,1%	27.780,4	46,0%	30.919,4	47,7%	30.766,7	48,4%	31.089,8	48,4%	31.517,5	48,3%
MSD&A	(24.725,4)	-38,2%	(24.887,8)	-38,7%	(24.331,8)	-40,3%	(25.857,7)	-39,9%	(25.151,8)	-39,6%	(25.357,1)	-39,5%	(25.731,6)	-39,4%
Otros ingresos/gastos	8.238,7	12,7%	747,3	1,2%	345,4	0,6%	162,0	0,3%	159,0	0,3%	160,8	0,3%	163,4	0,3%
EBIT	16.674,0	25,8%	7.490,6	11,6%	3.794,1	6,3%	5.223,7	8,1%	5.773,9	9,1%	5.893,5	9,2%	5.949,3	9,1%
Depreciación y amortización	3.384,2	5,2%	3.709,7	5,8%	3.855,0	6,4%	3.816,0	5,9%	3.693,8	5,8%	3.723,2	5,8%	3.788,6	5,8%
EBITDA	20.058,3	31,0%	11.200,3	17,4%	7.649,0	12,7%	9.039,7	14,0%	9.467,7	14,9%	9.616,7	15,0%	9.737,8	14,9%
Ingresos Financieros	573,0	0,9%	463,4	0,7%	147,5	0,2%	167,0	0,3%	174,9	0,3%	177,6	0,3%	179,9	0,3%
Costos Financieros	(854,7)	-1,3%	(979,2)	-1,5%	(987,1)	-1,6%	(1.042,0)	-1,6%	(1.042,0)	-1,6%	(1.042,0)	-1,6%	(1.042,0)	-1,6%
Participación en Utilidad	(392,4)	-0,6%	(580,4)	-0,9%	(369,9)	-0,6%	(369,9)	-0,6%	(369,9)	-0,6%	(369,9)	-0,6%	(369,9)	-0,6%
Diferencia de Cambio	119,7	0,2%	(319,8)	-0,5%	197,4	0,3%	(48,2)	-0,1%	(48,2)	-0,1%	(48,2)	-0,1%	(48,2)	-0,1%
Otras ganancias (pérdidas)	146,2	0,2%	111,5	0,2%	188,4	0,3%	(3,0)	0,0%	(3,0)	0,0%	(3,0)	0,0%	(3,0)	0,0%
Resultados por unidades de reajuste	26,9	0,0%	(291,6)	-0,5%	(201,1)	-0,3%	(201,1)	-0,3%	(201,1)	-0,3%	(201,1)	-0,3%	(201,1)	-0,3%
Utilidad antes de impuesto	16.292,7	25,2%	5.894,4	9,2%	2.769,3	4,6%	3.726,5	5,8%	4.284,6	6,7%	4.407,0	6,9%	4.465,0	6,8%
Impuesto a las Ganancias	(4.938,3)	-7,6%	(1.412,1)	-2,2%	(912,9)	-1,5%	(907,9)	-1,4%	(1.043,9)	-1,6%	(1.073,7)	-1,7%	(1.087,8)	-1,7%
Utilidad Neta	11.354,5	17,6%	4.482,4	7,0%	1.856,4	3,1%	2.818,6	4,4%	3.240,7	5,1%	3.333,3	5,2%	3.377,2	5,2%
Participaciones no controladoras	(551,2)	-0,9%	(547,7)	-0,9%	(414,5)	-0,7%	(620,3)	-1,0%	(608,8)	-1,0%	(615,5)	-1,0%	(625,5)	-1,0%
Utilidad Controladores	10.803,3	16,7%	3.934,7	6,1%	1.441,9	2,4%	2.198,3	3,4%	2.631,9	4,1%	2.717,8	4,2%	2.751,7	4,2%

²⁴ En Anexo V se agregan cuadros con la proyección a EBITDA de cada uno de los Segmentos de Operación por separado.

9. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

9.1. Determinación de Flujos de Caja Bruto

Para la determinación de los flujos de caja bruto para acá año, a partir del estado de resultados proyectado en la sección anterior, se precede a realizar los siguientes ajustes de manera de reflejar las cuentas operacionales y aislando aquellas que no corresponden a entradas o salida de caja sino efectos contables:

Tabla 88 Ajustes para determinar Flujo de Caja Bruto

Utilidad Neta Contable
+ Depreciación y Amortización (antes de impuestos)
+ Costos Financieros (después de impuestos)
- Ingresos Financieros (después de impuestos)
+/- Diferencia de cambio (después de impuestos) (*)
+/- Resultados por Unidades de Reajuste (después de impuestos) (*)
+/- Otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos) (*)
= Flujo de Caja Bruto
(*) Se definieron como partidas no recurrentes

Según lo anterior se presenta Flujo de Caja Bruto para cada desde el segundo semestre de 2020 hasta el año 2024:

Tabla 89 Determinación de Flujo de Caja Bruto

En miles de UF	2020	2021	2022	2023	2024
Utilidad Neta Controladores	1.528,5	2.417,0	2.841,6	2.928,1	2.964,4
Depreciación y Amortización	1.920,8	3.816,0	3.693,8	3.723,2	3.788,6
Costos Financieros	394,1	788,1	788,1	788,1	788,1
Ingresos Financieros	-71,5	-130,3	-136,1	-138,2	-139,9
Diferencia de cambio	18,2	36,5	36,5	36,5	36,5
Resultados por Unidades de Reajuste	110,3	152,1	152,1	152,1	152,1
Otras ganancias (pérdidas)	1,1	2,3	2,3	2,3	2,3
Flujo de Caja Bruto	3.901,5	7.081,6	7.378,3	7.492,2	7.592,0

9.2. Determinación de Flujos de Caja Libre

Para la determinación del Flujo de Caja Libre, se debe realizar ajustes al Flujo de Caja Bruto por partidas correspondientes a nuevas inversiones, inversiones de reposición y capital de trabajo neto.

9.2.1. Nuevas Inversiones e inversión de reposición

Las inversiones que realiza CCU son tanto para ampliar la capacidad de producción como y distribución, como la mantención de las mismas, a través del reemplazo o reposición, en cada una de los países donde opera. Para efectos de análisis de revisó las inversiones históricas informadas en las Actividades de Inversión del Estado de Flujos de Efectivo respecto al total de depreciación y amortización:

Tabla 90 Análisis total inversión respecto a depreciación y amortización

	2015	2016	2017	2018	2019
Compra de PPE	5.059,44	4.770,45	4.609,53	4.656,73	4.756,94
Compra de Intangibles	80,46	121,14	83,54	111,51	205,55
Total Inversión	5.139,90	4.891,59	4.693,07	4.768,24	4.962,49
Depreciación y amortización	3.182,59	3.170,19	3.440,52	3.384,24	3.709,68
Relación entre depreciación e inversión	161,5%	154,3%	136,4%	140,9%	133,8%

Se observa que en promedio la inversión en activos de capital es un 45,37% mayor al total de depreciación y amortización.

Para efectos de proyectar las futuras inversiones entre los años 2020 y 2022, se considera lo reportado por CCU en su informe 20-F 2019 según lo siguiente:

Tabla 91 Proyección Capex entre 2020 y 2022

MUF	2020	2021	2022
Chile	4.826,3	4.568,0	3.321,6
Extranjeras	1.617,5	1.464,2	1.358,7
Total	6.443,8	6.032,1	4.680,3

Fuentes: Elaboración propia con información de reporte 20-F 2019 de CCU

En el informe se detalla que en 2020 MUF 3.595,3 serán destinados en activos productivos y otras inversiones para expandir capacidad lo que incluye parte de la nueva planta de no alcohólicos en Santiago.

No obstante, para 2020, para efectos de proyectar la inversión para el segundo semestre se analizó la inversión realizada durante el primero, que de acuerdo a los Estados Financieros Intermedios fue MUF 2.345,31. Con esto se realizó un ajuste de acuerdo al plan presentado por CCU a inicios del 2020 al dividir en dos lo reportado por MUF 6.443,8. Así se observa que la empresa invirtió un 27,21% menos que el plan, seguramente por implicancias y resguardos financieros tomados en consecuencia a efectos Covid-19. En efecto, para el segundo semestre se consideró una inversión total, entre reposición y nuevo capital, igual a la del primero, es decir, MUF 2.345,31. Para el resto de los años se consideró lo informado en el plan de Capex de CCU.

Para el año 2023 se asume que la inversión de reposición es un 100% y que la Inversión en nuevo Capital es un 45,73% del monto de la reposición de acuerdo a lo indicado en la *Tabla 90 Análisis total inversión respecto a depreciación y amortización*. Para el año 2024

se consideró la Tasa de Retención (K) determinadas para el Valor Terminal, que analiza en la sección 9.3 *Valor Terminal*.

9.2.2. Inversión en capital de trabajo neto

Para la determinación del capital de trabajo neto se consideran las siguientes partidas:

Tabla 92 Determinación de capital de trabajo histórico

Capital de Trabajo Neto (En MUF)	31-12-15	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19
Activos Corrientes:					
Otros activos no financieros	688,84	601,91	590,87	684,23	791,09
Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar	9.841,39	10.656,10	10.680,35	11.634,07	10.597,48
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	186,86	133,74	216,83	110,60	115,81
Inventarios	6.798,03	7.563,79	7.537,38	8.273,38	8.210,35
Activos biológicos corrientes	297,84	301,67	304,41	307,99	334,13
Activos Corrientes Totales	17.812,96	19.257,22	19.329,86	21.010,27	20.048,85
Pasivos Corrientes:					
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	8.885,87	9.855,70	10.511,24	11.005,68	10.832,08
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	453,56	361,70	375,74	251,65	317,18
Otras provisiones	19,64	15,53	13,05	14,69	107,42
Provisiones por beneficios a empleados	847,16	866,79	978,89	1.153,39	966,31
Pasivos Corrientes Totales	10.206,24	11.099,72	11.878,92	12.425,41	12.222,99
Capital de Trabajo Neto (CTON)	7.606,73	8.157,49	7.450,94	8.584,86	7.825,86

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Con las cifras determinadas anteriormente, se determina ratio del capital del trabajo neto sobre las ventas, también denominado RCTON (CTON/Ventas), para el cual se promediará entre los años 2015 y 2019, para luego ser utilizado como factor de proyección para determinar las necesidades de capital de trabajo para los flujos de caja libre proyectados. Así el promedio es de 12,8% respecto a las ventas:

Tabla 93 Determinación ratio de capital de trabajo neto

	31-12-15	31-12-16	31-12-17	31-12-18	31-12-19
Ingresos Ordinarios	58.463,71	59.165,74	63.376,07	64.691,86	64.378,12
Capital de trabajo Neto	7.606,73	8.157,49	7.450,94	8.584,86	7.825,86
Razón Capital de Trabajo (RCTON)	13,01%	13,79%	11,76%	13,27%	12,16%
Promedio 2015-2019 (RCTON)	12,80%				

Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros de CCU

Para la proyección de la inversión de capital de trabajo neto se aplica lo siguiente:

$$\text{Inversión de capital de trabajo neto} = \text{RCTON} * (\text{Ventas}_{t+1} - \text{Ventas}_{t_0})$$

Tabla 94 Proyección de inversión de capital de trabajo neto

	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas (MUF):	60.344,9	64.761,0	63.568,2	64.261,5	65.302,0
RCTON	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%
Capital de Trabajo (MUF)	7.721,9	8.287,0	8.134,4	8.223,1	8.356,3
(-) Inversión en Capital de Trabajo Neto (MUF)	565,1	- 152,6	88,7	133,1	167,1

9.3. Valor Terminal

El Valor Terminal corresponde la Valor Presente de Flujos Libres de Caja perpetuos esperados. Por definición corresponden a los flujos que se generar a partir del 2025, iniciando con el Flujo libre de Caja determinado en 2024 ajustado por un crecimiento esperado (g) (lo que se explica en el punto siguiente). El Valor Terminal se determina de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} \text{Valor Terminal} &= \frac{FLC_{2024} * (1 + g)}{(Wacc - g)} \\ \text{Valor Terminal} &= \frac{2.684,2 * (1 + 3,22\%)}{(6,36\% - 3,22\%)} \\ \text{Valor Terminal} &= 88.133,8 \end{aligned}$$

Así, el Valor Terminal esperado es de **MUF 88.133,8**.

Para efectos de determinar la tasa de crecimiento constante (g) se aplicó metodología expuesta por el investigador Carlos Maqueira²⁵ en donde se requiere conocer la tasa de retención (K) y la tasa de rentabilidad de los proyectos (Re), siendo el producto de ambas.

Por Tasa de Retención se define:

$$K = \frac{(Inversión - Depreciación + \Delta CTON)}{(Flujo de Caja Bruto - Depreciación)}$$

Tasa de rentabilidad se define como:

$$R_e = \frac{RON(1 - t)}{(Valor Libro de activos - Otros Activos)}$$

En ambas tasas de recomienda aplicar promedio de una serie histórica, para lo cual se analizó serie de 10 años:

²⁵ Carlos Maqueira, "Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica", página 390.

Tasa de retención (K):

Tabla 95 Determinación de tasa de retención de flujos de caja históricos, en miles de UF según corresponda:

Año	Depreciación	Inversión	Incremento CTON	Inversión Neta	Flujo de Caja Bruto	Depreciación	K
2010	2.106,7	-3.006,0	-233,6	1.132,9	8.098,8	2.106,7	18,9%
2011	2.143,3	-3.491,8	-1.108,9	2.457,5	8.733,5	2.143,3	37,3%
2012	2.397,5	-5.155,4	-1.168,7	3.926,7	8.696,6	2.397,5	62,3%
2013	2.756,2	-5.343,7	114,2	2.473,3	9.357,4	2.756,2	37,5%
2014	2.785,9	-9.342,6	-805,8	7.362,5	8.732,4	2.785,9	123,8%
2015	3.182,6	-5.139,9	1.086,4	870,9	8.923,9	3.182,6	15,2%
2016	3.170,2	-4.891,6	-550,8	2.272,2	9.172,9	3.170,2	37,9%
2017	3.440,5	-4.693,1	706,6	546,0	9.771,1	3.440,5	8,6%
2018	3.384,2	-4.768,2	-1.133,9	2.517,9	15.060,4	3.384,2	21,6%
2019	3.709,7	-4.962,5	759,0	493,8	9.595,8	3.709,7	8,4%
						Promedio	37,1%
						Mediana	29,4%

Por fines estadístico se utilizó la Mediana de 29,4% al considerarse más representativo, debido a que el promedio de 37,1% presentaba una importante dispersión medido por una desviación estándar de 32,9%.

Tasa de rentabilidad (Re):

Tabla 96 Determinación de tasa de rentabilidad de inversiones histórica

Año	Activos	Otros Activos	RON (1-t)	Rentabilidad
2010	53.677,9	8.714,3	6.451,3	14,3%
2011	58.238,2	10.139,2	7.524,5	15,6%
2012	58.073,7	6.661,8	6.032,5	11,7%
2013	74.120,7	19.472,2	6.461,4	11,8%
2014	71.827,4	11.320,7	5.844,6	9,7%
2015	71.225,6	9.909,3	5.837,3	9,5%
2016	71.033,0	6.941,6	5.559,3	8,7%
2017	73.745,0	8.408,9	6.398,7	9,8%
2018	87.277,2	13.986,8	12.412,7	10,0%
2019	83.140,1	9.681,4	5.951,6	8,1%
			Promedio	10,9%

Así, se determina que la tasa de crecimiento constante es:

$$g = K * R_e$$

$$g = 29,4\% * 10,9\%$$

$$g = 3,22\%$$

9.4. Flujos de Caja Libre y Valor Presente

Finalmente, al determinar los Flujos de Caja Libre con los respectivos ajustes de inversiones en activos y capital de trabajo a partir del Flujo de Caja Bruto y sumado el Valor

Terminal, se procede a descontar cada uno por la WACC a junio de 2020, obteniendo lo siguiente:

Tabla 97 Determinación de Flujos de Caja Libre y Valor Presente

Año	2do Sem. 2020	2021	2022	2023	2024
Flujos de Caja Bruto (En miles de UF)	3.901,5	7.081,6	7.378,3	7.492,2	7.592,0
Inversión en reposición	-1.920,8	-3.816,0	-3.693,8	-3.723,2	-3.788,6
Inversión en capital físico (nuevas inversiones)	-424,6	-2.216,2	-986,5	-1.689,4	-1.119,2
Aumento (disminución) en capital de trabajo	-565,1	152,6	-88,7	-133,1	
Flujos de Caja Libre	991,0	1.202,1	2.609,3	1.946,4	2.684,2
Valor Terminal					88.133,8
Wacc=6,36%					
Factor de descuento	0,9696	0,9117	0,8571	0,8059	0,7577
Valor Presente	961	1.095,9	2.236,5	1.568,6	68.813,3
Valor Presente	74.675,3				

En el caso del Flujo de Caja Libre del año 2024, se determinó como un total la inversión en nuevo capital y en capital de trabajo de acuerdo a la tasa de retención de 29,4% aplicado a neto entre el Flujo de Caja Bruto e Inversión en reposición por un total de MUF 3.803,4.

De igual manera se expresan los cálculos de manera algebraica:

$$\begin{aligned}
 VP\ FLC &= \frac{FLC_{2S2020}}{(1+Wacc)^{0,5}} + \frac{FLC_{2021}}{(1+Wacc)^{1,5}} + \frac{FLC_{2022}}{(1+Wacc)^{2,5}} + \frac{FLC_{2023}}{(1+Wacc)^{3,5}} + \frac{FLC_{2024} + VT}{(1+Wacc)^{4,5}} \\
 VP\ FLC &= \frac{991}{(1+6,36\%)^{0,5}} + \frac{1.202,1}{(1+6,36\%)^{1,5}} + \frac{2.609,3}{(1+6,36\%)^{2,5}} + \frac{1.946,4}{(1+6,36\%)^{3,5}} + \frac{2.684,2 + 88.133,8}{(1+6,35\%)^{4,5}} \\
 VP\ FLC &= 961 + 1.095,9 + 2.236,5 + 1.568,6 + 68.813,3 \\
 VP\ FLC &= 74.675,3
 \end{aligned}$$

De esta manera, se determina que el valor presente de los flujos de caja o valor de los activos operacionales al 30 de junio es de **MUF 74.675,3**.

10. PROYECCIÓN DE LA ACCION

10.1. Valor Presente de los Flujos de Caja

De acuerdo a lo determinado en la sección anterior, el Valor Presente de los Flujos de Caja al 30 de junio de 2020 es de MUF 75.975,2.

10.2. Exceso o déficit de capital de trabajo

El Déficit/Superávit de capital de trabajo operativo se estima como la diferencia entre el capital de trabajo observado a junio de 2020 y el capital de trabajo que necesitaría la empresa en el próximo periodo, es decir, diciembre 2020.

Primero, se determina el capital de trabajo a junio de 2020:

Tabla 98 Determinación de Capital de Trabajo Neto al 30 de junio de 2020

Capital de Trabajo Neto (En MUF)	30-06-20
Activos Corrientes:	
Otros activos no financieros	722,51
Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar	7.637,20
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	88,96
Inventarios	10.224,18
Activos biológicos corrientes	39,58
Activos Corrientes Totales	18.712,44
Pasivos Corrientes:	
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	7.428,84
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	312,53
Otras provisiones	104,79
Provisiones por beneficios a empleados	843,09
Pasivos Corrientes Totales	8.689,25
Capital de Trabajo Neto (CTON)	10.023,19

Segundo, se determina el capital de trabajo requerido a diciembre 2020, de acuerdo a las ventas proyectadas y la ratio calculado en la sección anterior:

Tabla 99 Determinación de Capital de Trabajo Neto a diciembre 2020

En miles de UF	2020
Ventas:	60.344,9
RCTON	12,8%
Capital de Trabajo	7.721,9

Así, se observa un exceso de capital de trabajo según lo siguiente:

Tabla 100 Determinación de liberación de capital de trabajo neto

CTON necesario a diciembre 2020	7.721,94
CTON junio 2020	10.023,19
Exceso de CTON	2.301,25

10.3. Activos prescindibles

Los activos prescindibles son activos que no influyen en la operación y cuya venta u eliminación no pone en riesgo la continuidad del negocio.

Como se detalló en la sección de activos no operacionales, estos totalizan a junio 2020 MUF 12.437,6 y se encuentran compuestos por las cuentas Efectivo y equivalente Efectivo, Otros activos financieros, Activos por impuestos, Activos no corrientes mantenidos para la venta, Propiedades de inversión y Activos por impuestos diferidos.

Tabla 101 Activos prescindibles a junio 2020

	MUF
Efectivo y Equivalente Efectivo	9.084,3
Otros activos financieros	560,4
Activos por impuestos	610,4
Activos no corrientes mantenidos para la Venta	14,0
Propiedades de inversión	296,8
Activos por impuestos diferidos	1.871,7
	12.437,6

Así el Valor Total de los Activos a junio 2020 es de MUF 90.714.0

Tabla 102 Valor Total Activos a junio 2020

Valor de Activos operacionales	74.675,3
Exceso de capital de trabajo	2.301,3
Activos Prescindibles	12.437,6
Valor Total de activos	89.414,1

10.4. Deuda Financiera

Considerando lo indicado en la sección de Deuda Financiera el valor corresponde a un total de MUF 18.982,7, la cual se ajustará del Valor Económico de los Activos para determinar el Patrimonio Económico

Tabla 103 Resumen Deuda Financiera a junio 2020

En miles de UF	30-06-20
Obligaciones con el público	11.851,14
Préstamos Bancarios	5.828,99
Arrendamientos Financieros	1.302,54
Total	18.982,68

10.5. Valorización económica de la empresa y del precio de la acción

Con lo anterior se determina el valor económico del Patrimonio, correspondiente a Propietarios de la Controladora.

Tabla 104 Determinación Patrimonio económico

Valor Total de activos	89.414,1
Deuda Financiera	-18.982,7
Patrimonio Económico	70.431,5
Participaciones No Controladoras	-3.938,9
Patrimonio Económico Controladores	66.492,5

Luego, dividiendo el valor del patrimonio económico por número de acciones de 369.502.872, se determina el valor proyectado de la acción de UF 0,18 que ajustado a la UF al 30 de junio de 2020 se obtiene un valor de \$ 5.164,0. Esto, comparado al valor de la acción en el mercado en la fecha indicada de \$ 5.915,0, presenta una desviación a la baja de 12,70%.

Tabla 105 Determinación valor estimado del precio de la acción y comparación con precio real al 30 de junio de 2020

Patrimonio Económico Controladores	66.492,5
Número de acciones	369.502.872
Precio acción estimado en UF	0,188
Precio acción estimado en \$	5.164,0
Precio acción Real en \$	5.915,0
Diferencias precios	-12,70%

10.6. Análisis de sensibilidad

Con la finalidad de sensibilizar el precio de la acción estimada, se identificaron tres variables de gran significancia en la valorización y que se encuentran sujetas a supuestos o condiciones de mercado que puedan variar sin dificultad. Estas variables son la tasa de descuento WACC, tasa de crecimiento perpetuo (g) y alza de precios de venta unitarios en el Segmento de Operación Chile.

En el siguiente cuadro se presenta comparación del escenario original desarrollo en el documento y tres escenarios, ajustando individualmente las variables indicadas anteriormente:

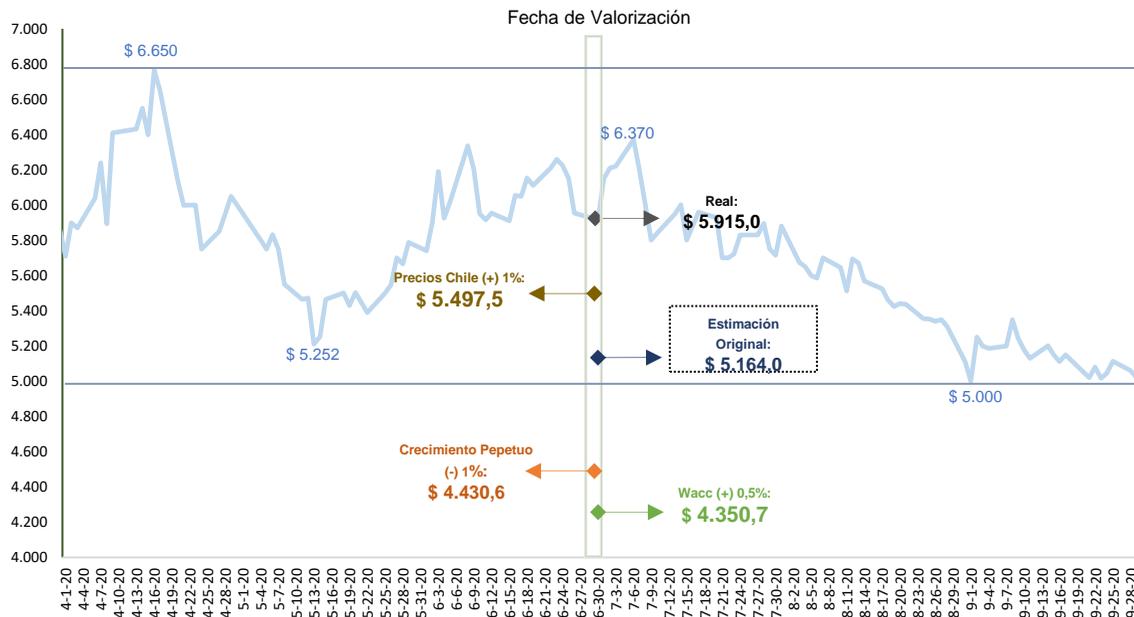
Tabla 106 Sensibilización de variables significativas

Sensibilización	Original	Wacc + 0,5%	g- 0,5%	Ajuste Precios Chile + 1%
Valor Presente Total	74.675,3	64.203,9	65.232,0	78.996,1
Exceso de capital de trabajo	2.301,3	2.301,3	2.301,3	2.275,7
Activos Prescindibles	12.437,6	12.437,6	12.437,6	12.437,6
Valor Total de activos	89.414,1	78.942,7	79.970,9	93.7094,
Deuda Financiera	-18.982,7	-18.982,7	-18.982,7	-18.982,7
Patrimonio Económico	70.431,5	59.960,1	60.988,2	74.726,8
Participaciones No Controladoras	-3.938,9	-3.938,9	-3.938,9	-3.938,9
Patrimonio Económico Controladores	66.492,5	56.021,1	57.049,3	70.787,8
Nº de acciones	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872
Precio acción estimado en UF	0,1800	0,1516	0,5440	0,1916
Precio acción estimado en \$	5.164,0	4.350,7	4.430,6	5.497,5
Precio acción Real en \$	5.915,0	5.915,0	5.915,0	5.915,0
Diferencias precios (%)	-12,70%	-26,45%	-25,1%	-7,06
Variación Precio (en \$) estimado respecto a escenario Original	-	-15,7%	-14,2%	6,5%

- Aumento en tasa de descuento WACC en 0,5%: Si la tasa de descuento se incrementa de 6,36% a 6,86%, el precio estimado disminuye en un 15,7%, llegando a \$ 4.350,7.
- Disminución de tasa de crecimiento en 0,5%: Esto provocaría que la tasa de crecimiento perpetuo disminuyera a un 2,72%, en consecuencia, el precio estimado se contrae en un 14,2%, llegando a \$ 4.430,6.
- Alza de precio de un 1% en Chile para desde el segundo semestre 2020: En el escenario original se asumió que a partir del primer semestre los precios de venta unitario no tendrían variaciones reales debido a lo observado en los últimos años no hubo aumento, incluso leve disminución en 2019, sin embargo, en el escenario que el precio real aumente un 1%, el precio estimado de la acción aumentaría en un 6,5%, llegando a \$ 5.497,5.

A continuación, se presenta gráfico del precio de la acción de CCU entre el 31 de marzo y 30 de septiembre, destacando el precio estimado en la valorización (escenario original) y las sensibilizaciones descritas anteriormente.

Gráfico 11 Precios de la acción estimados



En el gráfico se observan las desviaciones de los precios estimados respecto al precio real de mercado de \$ 5.915, destacando la estimación original de \$ 5.164,0 desarrollado en la presente investigación. El precio estimado que más se acerca al precio real, es aquel que se obtiene al proyectar aumento en los precios unitarios en Chile de 1% al quedar \$ 417,5 por debajo (-7,06%), sin embargo, como se indicó en la sección de proyección de ingresos por venta es un supuesto que se desestimó de acuerdo a lo que se observa en los precios en los últimos años debido a la presión por parte de la competencia en adquirir mayores cuotas de mercado en la industria de Cervezas.

A su vez, se observa que en los escenarios en donde se estresan la tasa de crecimiento perpetuo y WACC los precios estimados quedan por debajo del rango de precios en un periodo de 6 seis meses, así quedando bajo el menor precio observado de \$ 5.000 del día 1 de septiembre.

11. CONCLUSIÓN

En el presente informe se realizó la valoración económica de CCU S.A. al 30 de junio de 2020, a través del método de Flujo de Caja Descontados.

Para cumplir con lo anterior se realizó proyección del flujo de caja entre el segundo semestre de 2020 hasta el año 2024, junto con el valor terminal de acuerdo a una tasa de crecimiento estimada. Luego, los flujos de caja fueron descontados a una tasa de 6,36%, obteniendo así un valor de MUF 74.675,3.

Para determinar el Valor Económico de los Activos, se ajustaron el exceso de capital de trabajo a la fecha y valores de activos prescindibles, llegando así a un valor de MUF 89.414,1.

Posteriormente, para determinar el Valor Económico del Patrimonio, se dedujo del Valor de los Activos, la Deuda Financiera por MUF 18.982,7 y saldo de Participaciones No Controladoras por MUF 3.938,9. Así el Valor del Patrimonio es de MUF 66.492,5 que al ajustarse por el número de acciones, se determinó un precio por acción de \$ 5.164,0, inferior en un 12,7% al precio de cierre de mercado de \$ 5.915.

Para analizar la variabilidad en el precio estimado, se calcularon tres precios adicionales sensibilizando tres variables independientes entre sí, correspondientes a la tasa de descuento, tasa de crecimiento y precios promedios esperados para productos en Chile. Se observa que, en los casos de los precios estimados en las sensibilizaciones de las tasas de descuento y crecimiento, quedan fuera del umbral de precios de la acción observados en un periodo de tiempo entre el 31 de marzo y 30 de septiembre de 2020. Por otra parte, al sensibilizar el precio de venta de Chile, el precio estimado de la acción se aproxima considerablemente al precio de mercado.

Al desarrollar la presente investigación, pude comprobar la dificultad que implica llevar a cabo la metodología expuesta, porque conlleva una investigación rigurosa y un entendimiento profundo de la empresa que se valoriza, respecto a sus operaciones, riesgos y entorno económico, para lo cual fue necesario la utilización de información histórica de mercado y financiera, complementando con supuestos razonables validados por técnicas estadísticas, que en su conjunto y en base a modelamientos teóricos me permitió proyectar rendimientos futuros y costos de oportunidad requeridos por inversionistas y financistas, que me llevaron a estimar la valoración financiera a una fecha determinada, útil en la toma de decisiones en diversos campos de inversiones y finanzas corporativas.

12. BIBLIOGRAFÍA

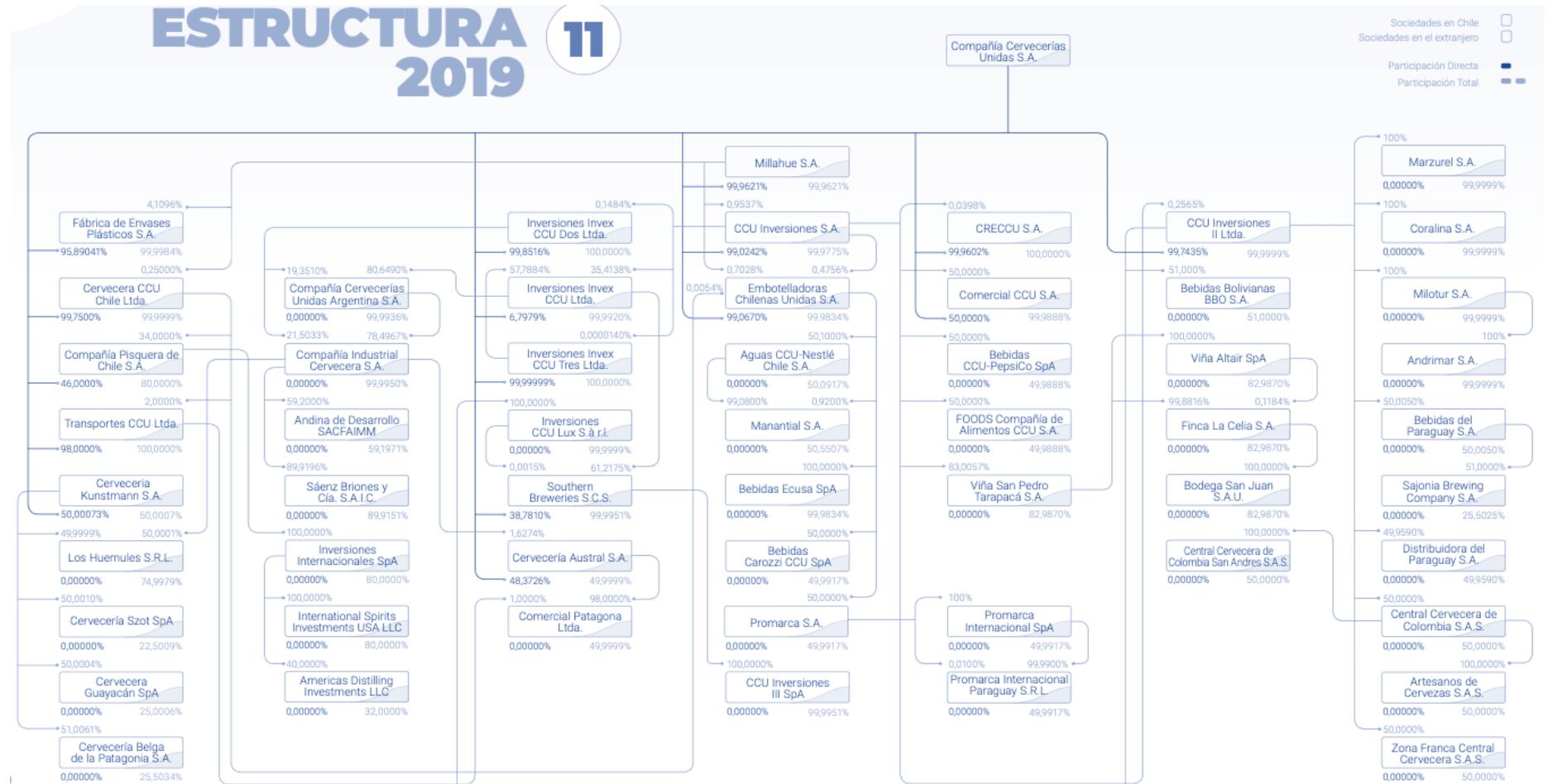
1. MAQUEIRA, C. "Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica". Editorial Legal Publishing Chile, 2015.
2. DAMODARAN A. "Investment Valuation, tools and techniques for determining the value of any asset". Editorial John Wiley & Sons, 2012.
3. Memoria Anual CCU 2019.
4. Estados Financieros formato 20-F CCU, 2019.
5. Estados Financieros CCU 2016-2020.
6. Memoria Anual Embotelladora Andina S.A., 2019.
7. Presentación Inversionistas CCU, junio 2020.
8. Estados Financieros Viña Concha y Toro S.A., 2019
9. Informe de Clasificación Viña Concha y Toro S.A. noviembre 2018, Feller Rate Clasificadora de Riesgo
10. Reseña anual de Clasificación Embotelladora Andina S.A. 2018, ICR Clasificadora de Riesgo
11. Reseña anual de Clasificación Coca-Cola Embonor S.A. 2018, ICR Clasificadora de Riesgo
12. Asociación de Productores de Cervezas de Chile A.G. (www.acechi.cl)
13. Comisión para el Mercado Financiero (www.cmfchile.cl)
14. Yahoo Finance (finance.yahoo.com)
15. Bolsa de Santiago (www.bolsadesantiago.com)
16. Informe de Política Monetaria junio 2020 – Banco Central de Chile

Anexo I: Información financiera por Segmentos de Operación

Año	Chile					Negocios Internacionales					Vinos				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
Volúmenes (MHI)	17.643	17.863	18.868	19.802	9.388	5.752	6.726	8.273	8.899	3.774	1.388	1.431	1.389	1.395	687
Ventas (MM\$)	997.376	1.047.119	1.109.574	1.164.304	546.487	370.109	460.317	483.926	464.487	185.180	201.402	204.454	206.519	212.322	107.877
CLP/HL	56.531	58.619	58.807	58.797	58.211	64.344	68.438	58.495	52.195	49.067	145.102	142.875	148.682	152.202	157.026
Margen Bruto	526.224	563.515	608.318	624.526	272.729	212.623	269.930	253.857	215.607	75.888	88.464	78.209	73.247	83.558	44.792
% Margen Bruto	52,8	53,8	54,8	53,6	49,9	57,4	58,6	52,5	46,4	41,0	43,9	38,3	35,5	39,4	41,5
Ebit (MM\$)	154.551	182.784	202.662	200.429	64.462	20.815	45.266	266.345	19.653	-16.629	37.189	24.519	22.667	28.477	14.355
% Ebit/Ventas	15,5	17,5	18,3	17,2	11,8	5,6	9,8	55,0	4,2	-9,0	18,5	12,0	11,0	13,4	13,3
Ebitda (MM\$)	216.288	247.592	265.811	266.731	98.385	32.743	60.834	286.143	46.730	-1.914	44.268	32.025	30.602	38.303	20.023
Margen Ebitda	21,7	23,6	24,0	22,9	18,0	8,8	13,2	59,1	10,1	-1,0	22,0	15,7	14,8	18,0	18,6

Año	Otros					Consolidado				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
Volúmenes (MHI)				-64	-37	24.783	26.020	28.530	30.032	13.812
Ventas (MM\$)	-9.989	-13.530	-16.737	-18.573	-9.935	1.558.898	1.698.360	1.783.282	1.822.540	829.609
CLP/HL						62.902	65.271	62.506	60.687	60.064
Margen Bruto	-10.233	-12.032	-12.152	-9.198	-5.048	817.078	899.622	923.270	914.493	388.361
% Margen Bruto						52,4	53,0	51,8	50,2	46,8
Ebit (MM\$)	-11.903	-17.676	-20.565	-17.750	-7.388	200.652	234.893	471.109	230.809	54.800
% Ebit/Ventas						12,9	13,8	26,4	12,7	6,6
Ebitda (MM\$)	-9.120	-13.358	-20.545	-15.935	-6.111	284.179	327.093	562.011	335.829	110.383
Margen Ebitda						18,2	19,3	31,5	18,4	13,3

Anexo II: Estructura Societaria de CCU a diciembre 2019



(Fuente: Memoria 2019 CCU)

Anexo III: Información de Bonos según cada una de las series

Bono	Antecedentes				
	Serie H	Serie J	Serie L	Serie M	Serie D
Emisor	CCU S.A.	CCU S.A.	CCU S.A.	CCU S.A.	Viña San Pedro Tarapacá
Nemotécnico	BCERV-H	BCERV-J	BCERV-L	BCERV-M	BSPED-D
Fecha de emisión	23 de marzo de 2009	28 de junio de 2018	10 de junio de 2020	10 de junio de 2020	10 de junio de 2020
Valor nominal (VN o D)	2.000.000	3.000.000	3.000.000	2.000.000	1.500.000
Moneda	UF	UF	UF	UF	UF
Tipo de colocación	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de vencimiento	15 de marzo de 2030	10 de agosto de 2043	1 de junio de 2027	1 de junio de 2030	1 de junio de 2025
Tipo de Bono	Fránces	Bullet	Fránces	Bullet	Bullet
Tasa cupón	4,25%	2,90%	1,20%	1,60%	1,00%
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Número de pagos (N)	42	1	8	1	1
Periodo de gracia	10 años	24,5 años	3 años	10 años	5 años
Motivo de la emisión	Sustitución de Pasivos	Refinanciamiento de Pasivos 75%/ Financiamiento Plan de Inversiones 25%	Refinanciamiento de Pasivos de corto plazo y para financiar parcialmente el plan de inversiones	Financiar parcialmente el plan de inversiones	Refinanciamiento de Pasivos de corto plazo y para financiar parcialmente el plan de inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Rating: AA+(cl); ICR: AA+	Fitch Rating: AA+(cl); ICR: AA+	Fitch Rating: AA+(cl); ICR: AA+	Fitch Rating: AA+(cl); ICR: AA+	ICR: AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión	4,27%	2,85%	0,85%	1,20%	0,50%
Valor de mercado	99,85%	101,27%	101,84%	103,80%	102,43%

Anexo III: Regresiones econométricas para estimación de Beta de acción respecto al IGPA

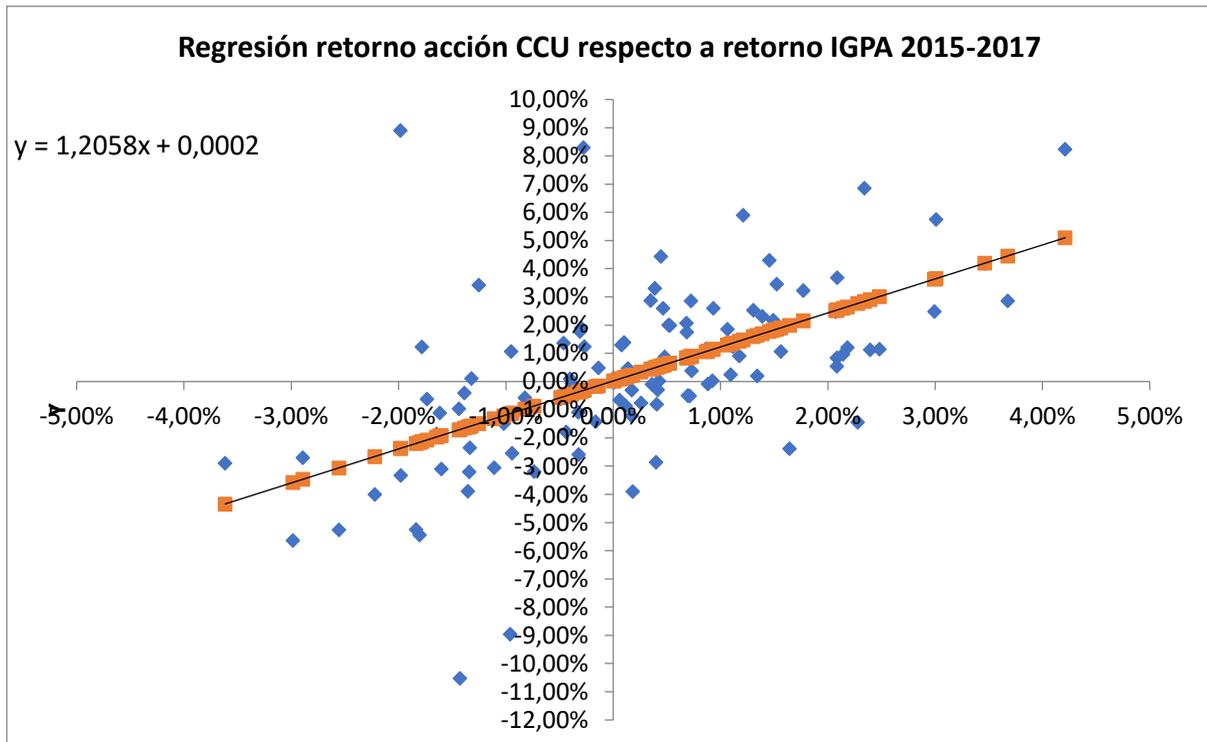
- Beta acción al 30 de junio de 2017:

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,57640
Coefficiente de determinación R ²	0,33224
R ² ajustado	0,32569
Error típico	0,02593
Observaciones	104,00000

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1,00000	0,03411	0,03411	50,74852	0,00000
Residuos	102,00000	0,06857	0,00067		
Total	103,00000	0,10268			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	0,00020	0,00257	0,07989	0,93648	-0,00488	0,00529
Variable X 1	1,20576	0,16926	7,12380	0,00000	0,87004	1,54148



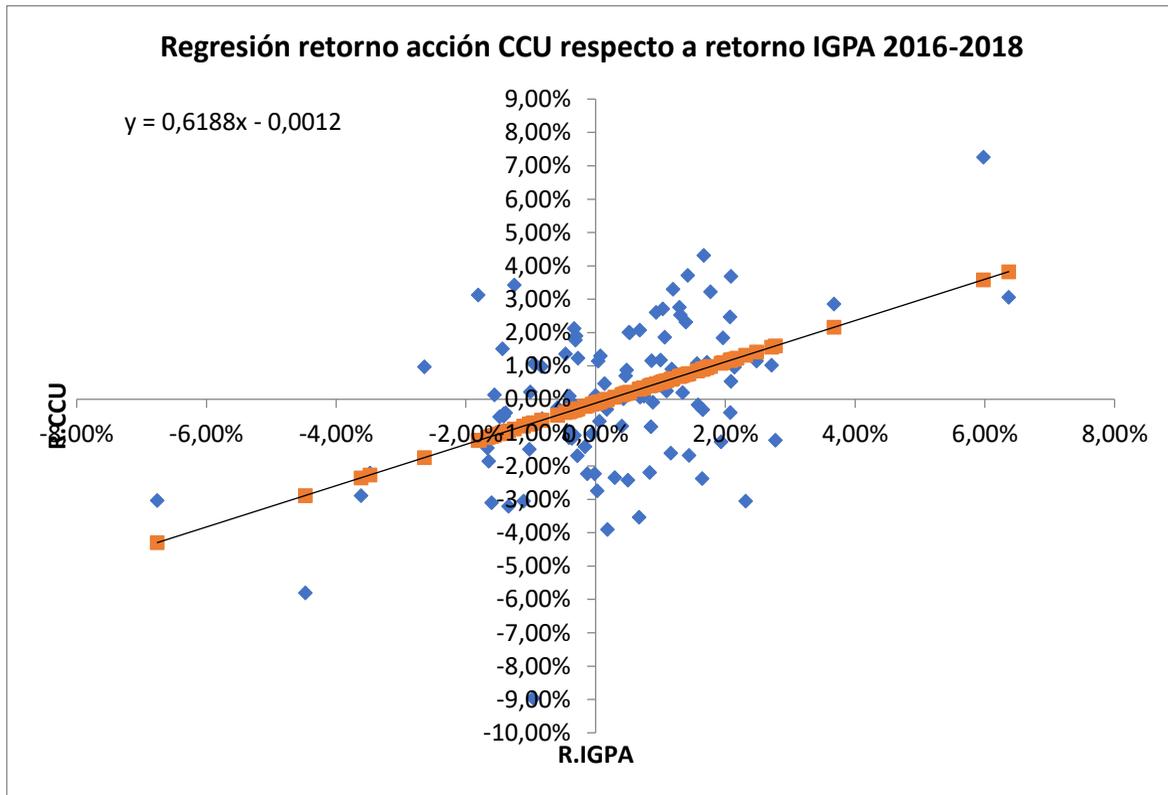
- Beta acción al 30 de junio de 2018:

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,48648
Coefficiente de determinación R ²	0,23667
R ² ajustado	0,22911
Error típico	0,01996
Observaciones	103,00000

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1,00000	0,01248	0,01248	31,31437	0,00000
Residuos	101,00000	0,04024	0,00040		
Total	102,00000	0,05272			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0,00115	0,00199	-0,57826	0,56438	-0,00511	0,00280
R. IGPA	0,61884	0,11059	5,59592	0,00000	0,39946	0,83821



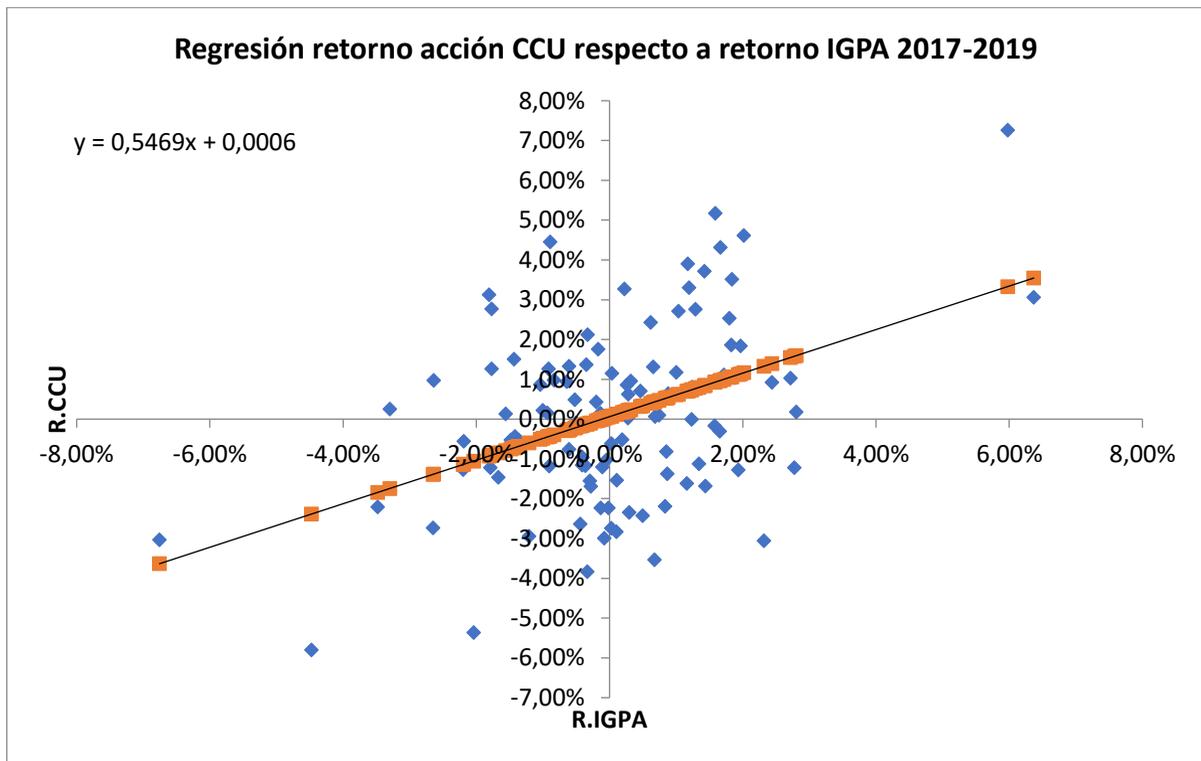
- Beta acción al 30 de junio de 2019:

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,43298
Coefficiente de determinación R ²	0,18748
R ² ajustado	0,17943
Error típico	0,02038
Observaciones	103,00000

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1,00000	0,00968	0,00968	23,30397	0,00000
Residuos	101,00000	0,04197	0,00042		
Total	102,00000	0,05165			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	0,00062	0,00201	0,30792	0,75878	-0,00337	0,00461
R. IGPA	0,54692	0,11329	4,82742	0,00000	0,32217	0,77166



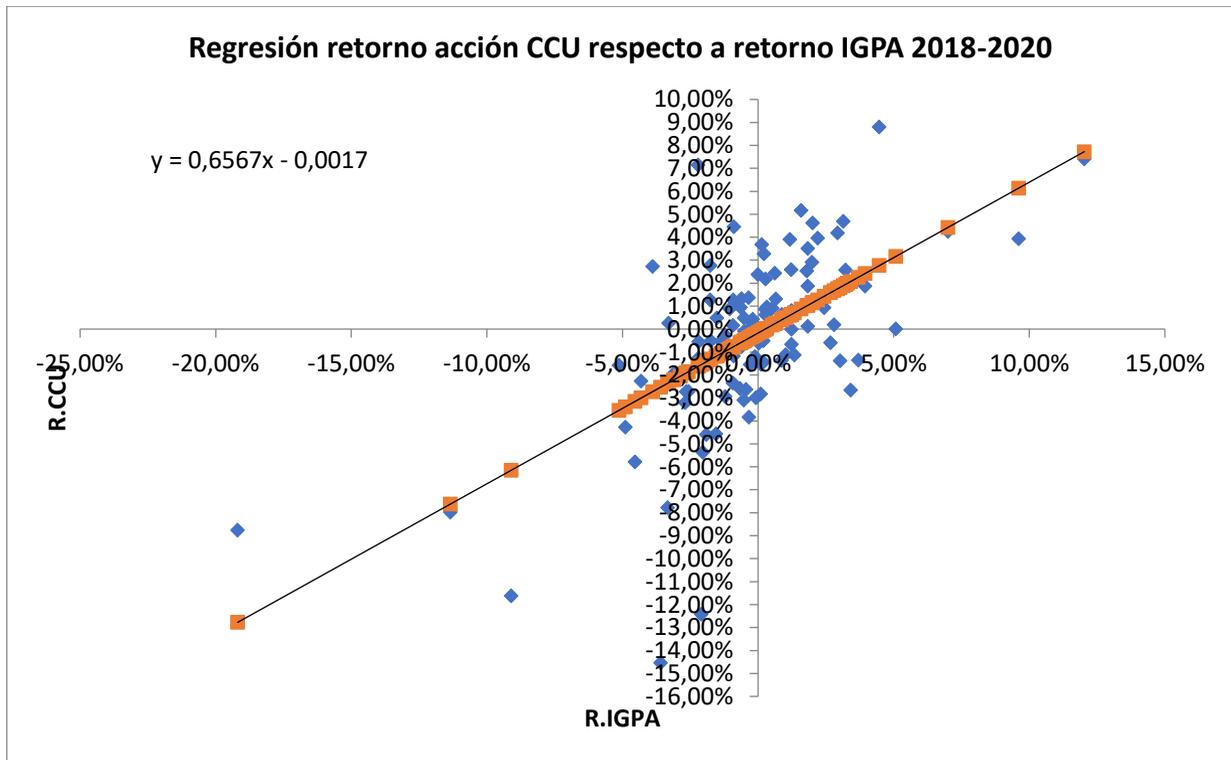
- Beta acción al 30 de junio de 2020:

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,62434
Coefficiente de determinación R ²	0,38980
R ² ajustado	0,38382
Error típico	0,02927
Observaciones	104,00000

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1,00000	0,05583	0,05583	65,15860	0,00000
Residuos	102,00000	0,08740	0,00086		
Total	103,00000	0,14323			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0,00172	0,00288	-0,59842	0,55088	-0,00743	0,00398
R. IGPA	0,65670	0,08135	8,07209	0,00000	0,49533	0,81806



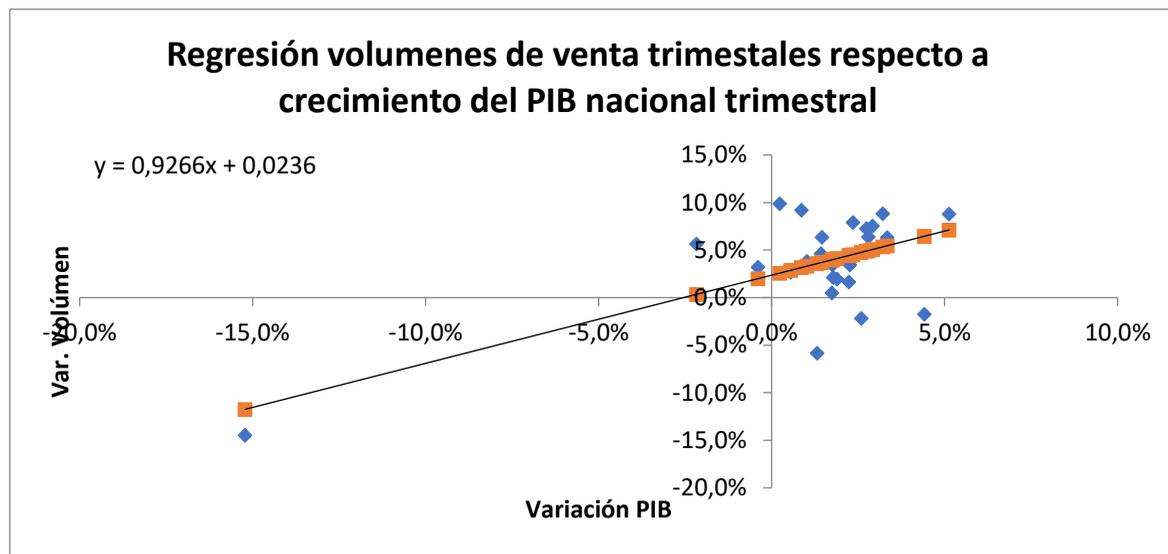
Anexo IV: Regresión econométrica para estimación de Coeficiente de variación de los volúmenes de venta respecto al crecimiento del país medido según PIB trimestral estacional

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,64277398
Coefficiente de determinación R ²	0,41315839
R ² ajustado	0,38870666
Error típico	0,04127068
Observaciones	26

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,02877996	0,02878	16,8968956	0,000398306
Residuos	24	0,04087846	0,0017033		
Total	25	0,06965842			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>
Intercepción	0,02359557	0,00857131	2,7528567	0,01107456	0,00590527	0,04128588
Variación PIB	0,92659679	0,22541734	4,1105834	0,00039831	0,461358253	1,39183532



Anexo V: Estados de Resultados Proyectados por Segmento de Operación

Chile:

(En miles de UF)	2018 R	2019 R	2020				Total 2020	2021	2022	2023	2024
			Q1 R	Q2 R	Q3 E	Q4 E					
Volúmen de Venta (MHL)	18.868,0	19.802,0	5.997,0	3.390,0	4.043,9	5.511,5	18.942,3	19.776,0	20.325,8	20.890,8	21.471,5
Crecimiento		4,95%	31,66%	17,90%	21,35%	29,10%	-4,34%	4,40%	2,78%	2,78%	2,78%
			<i>Mix año</i>								
Precio	2,13	2,08	2,00	2,11	2,11	2,11	2,11	2,11	2,11	2,11	2,11
Crecimiento		-2,6%	-3,6%	5,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ingresos de actividades Ordinarias	40.251,8	41.127,0	12.012,4	7.149,3	8.528,3	11.623,4	39.313,5	41.706,7	42.866,1	44.057,7	45.282,4
Crecimiento		2,17%					-4,41%	6,09%	2,78%	2,78%	2,78%
Costo Unitario	0,96	0,96	0,96	1,14	1,11	1,11	1,11	1,07	1,04	1,03	1,04
Crecimiento		-0,04%	-0,58%	18,65%	-2,10%	0,00%	0,00%	0,00%	-2,64%	-0,27%	0,07%
Costo de Ventas	18.184,0	19.076,3	5.743,8	3.852,5	4.499,3	6.132,2	20.227,9	21.076,9	21.090,5	21.618,3	22.234,3
Crecimiento		4,91%					6,04%	4,20%	0,06%	2,50%	2,85%
% Ingresos Ordinarios	45,2%	46,4%	47,8%	53,9%	52,8%	52,8%	51,5%	50,5%	49,2%	49,1%	49,1%
Margen Bruto	22.067,9	22.050,8	6.268,6	3.296,8	4.029,0	5.491,2	19.085,6	20.629,8	21.775,6	22.439,3	23.048,1
Crecimiento		-0,08%					-13,45%	8,09%	5,55%	3,05%	2,71%
% Ingresos Ordinarios	54,8%	53,6%	52,2%	46,1%	47,2%	47,2%	48,5%	49,5%	50,8%	50,9%	50,9%
MSD&A (Gastos)	14.773,5	15.157,0	4.278,4	3.033,2	3.172,1	4.323,3	14.807,0	15.512,8	15.944,1	16.387,3	16.842,8
Crecimiento		2,60%					-2,31%	4,77%	2,78%	2,78%	2,78%
% Ingresos Ordinarios	36,7%	36,9%	35,6%	42,4%	37,2%	37,2%	37,7%	37,2%	37,2%	37,2%	37,2%
Otros Ingresos/Gastos	56,8	186,0	7,3	4,5	15,7	21,4	48,9	76,7	78,8	81,0	83,3
% Ingresos Ordinarios	0,1%	0,5%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT	7.351,2	7.079,8	1.997,6	268,1	872,6	1.189,2	4.327,5	5.193,7	5.910,3	6.133,1	6.288,6
Crecimiento		-3,69%					-38,88%	20,02%	13,80%	3,77%	2,53%
% Ingresos Ordinarios	18,3%	17,2%	16,6%	3,8%	10,2%	10,2%	11,0%	12,5%	13,8%	13,9%	13,9%
Depreciación y Amortización	2.291	2.342	591	587	589	589	2.356	2.399,3	2.443,4	2.488,4	2.534,2
Crecimiento		2,23%					0,60%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
% Ingresos Ordinarios	5,7%	5,7%	4,9%	8,2%	6,9%	5,1%	6,0%	5,8%	5,7%	5,6%	5,6%
EBITDA	9.642,0	9.421,8	2.588,6	855,1	1.461,5	1.778,2	6.683,4	7.593,0	8.353,8	8.621,5	8.822,7
Crecimiento		-2,28%					-29,06%	13,61%	10,02%	3,20%	2,33%
% Ingresos Ordinarios	23,95%	22,91%	21,55%	11,96%	17,14%	15,30%	17,00%	18,21%	19,49%	19,57%	19,48%

Negocios Internacionales:

(En miles de UF)			2020				Total 2020	2021	2022	2023	2024
	2018 R	2019 R	Q1 R	Q2 R	Q3 E	Q4 E					
Volúmen de Venta (MHL)	8.273,0	8.899,0	2.341,0	1.433,0	1.850,3	2.613,5	8.237,8	8.535,5	8.843,9	9.163,5	9.494,7
Crecimiento		7,57%	28,42%	17,40%	22,46%	31,73%	-7,43%	3,61%	3,61%	3,61%	3,61%
			<i>Mix año</i>								
Precio	2,12	1,84	1,87	1,71	1,71	1,64	1,64	1,91	1,59	1,49	1,41
Crecimiento		-13,1%	1,5%	-8,7%	0,0%	-4,3%	0,0%	16,8%	-16,6%	-6,8%	-4,8%
Ingresos de actividades Ordinarias	17.555,3	16.407,2	4.382,5	2.113,5	3.165,2	4.279,8	13.941,0	16.319,5	14.099,9	13.609,0	13.430,2
Crecimiento		-6,54%					-15,03%	17,06%	-13,60%	-3,48%	-1,31%
Costo Unitario	1,01	0,99	1,03	1,01	0,83	0,79	0,99	0,92	0,77	0,72	0,68
Crecimiento		-2,08%	4,19%	-1,96%	-18,13%	-4,27%	24,91%	-6,5%	-16,61%	-6,85%	-4,76%
Costo de Ventas	8.346,2	8.791,3	2.409,6	1.446,1	1.528,6	2.066,9	7.451,2	7.881,5	6.809,6	6.572,4	6.486,1
Crecimiento		5,33%	54,98%	0,6842219	0,4829491	0,4829491	-15,24%	5,77%	-13,60%	-3,48%	-1,31%
% Ingresos Ordinarios	47,5%	53,6%	55,0%	68,4%	48,3%	48,3%	53,4%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%
Margen Bruto	9.209,1	7.615,9	1.972,9	667,4	1.636,5	2.212,9	6.489,7	8.438,0	7.290,4	7.036,5	6.944,1
Crecimiento		-17,30%					-14,79%	30,02%	-13,60%	-3,48%	-1,31%
% Ingresos Ordinarios	52,5%	46,4%	45,0%	31,6%	51,7%	51,7%	46,6%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%
MSD&A (Gastos)	7.639,6	7.423,4	2.010,7	1.458,1	1.557,5	2.106,0	7.132,3	8.030,5	6.938,4	6.696,8	6.608,8
Crecimiento		-2,83%					-3,92%	12,59%	-13,60%	-3,48%	-1,31%
% Ingresos Ordinarios	43,5%	45,2%	45,9%	69,0%	49,2%	49,2%	51,2%	49,2%	49,2%	49,2%	49,2%
Otros Ingresos/Gastos	8.092,6	501,7	119,7	118,3	5,8	7,9	251,7	30,0	25,9	25,0	24,7
% Ingresos Ordinarios	46,1%	3,1%	2,7%	5,6%	0,2%	0,2%	1,8%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT	9.662,1	694,2	81,9	- 672,4	84,8	114,7	390,9	437,5	378,0	364,8	360,0
Crecimiento		-92,82%					-156,31%	-211,91%	-13,60%	-3,48%	-1,31%
% Ingresos Ordinarios	55,0%	4,2%	1,9%	-31,8%	2,7%	2,7%	-2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Depreciación y Amortización	718	956	277	237	257	257	1.028	926,4	880,8	864,6	882,9
Crecimiento		33,17%					7,43%	-9,84%	-4,92%	-1,84%	2,12%
% Ingresos Ordinarios	4,1%	5,8%	6,3%	11,2%	8,1%	6,0%	7,4%	5,7%	6,2%	6,4%	6,6%
EBITDA	10.380,4	1.650,7	359,0	- 435,7	341,7	371,6	636,6	1.363,9	1.258,7	1.229,4	1.242,9
Crecimiento		-84,10%					-61,43%	114,23%	-7,71%	-2,33%	1,10%
% Ingresos Ordinarios	59,13%	10,06%	8,19%	-20,61%	10,80%	8,68%	4,57%	8,36%	8,93%	9,03%	9,25%

Vinos:

(En miles de UF)			2020				Total 2020	2021	2022	2023	2024
	2018 R	2019 R	Q1 R	Q2 R	Q3 E	Q4 E					
Volúmen de Venta (MHL)	1.389,0	1.395,0	302,0	385,0	395,3	345,3	1.427,5	1.451,2	1.475,3	1.499,7	1.524,6
Crecimiento		0,43%	21,16%	26,97%	27,69%	24,19%	2,33%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%
			<i>Mix año</i>								
Precio	5,39	5,38	5,47	5,47	5,33	5,47	5,47	5,10	4,91	4,83	4,76
Crecimiento		-0,3%	1,8%	0,0%	-2,6%	2,6%	0,0%	-6,9%	-3,6%	-1,6%	-1,6%
Ingresos de actividades Ordinarias	7.491,9	7.499,9	1.652,5	2.106,7	2.107,3	1.889,3	7.755,9	7.394,8	7.250,0	7.249,8	7.254,9
Crecimiento		0,11%					3,41%	-4,65%	-1,96%	0,00%	0,07%
Costo Unitario	3,48	3,26	3,20	3,20	3,17	3,17	3,17	3,13	3,10	3,10	3,10
Crecimiento		-6,33%	-1,86%	0,00%	-0,95%	0,00%	0,00%	0,00%	-1,01%	0,00%	0,00%
Costo de Ventas	4.834,7	4.548,4	966,4	1.232,0	1.252,8	1.094,3	4.545,5	4.541,0	4.569,7	4.645,5	4.722,5
Crecimiento		-5,92%					-0,06%	-0,10%	0,63%	1,66%	1,66%
% Ingresos Ordinarios	64,5%	60,6%	58,5%	58,5%	59,5%	57,9%	58,6%	61,4%	63,0%	64,1%	65,1%
Margen Bruto	2.657,2	2.951,6	686,2	874,7	854,5	795,0	3.210,4	2.853,8	2.680,3	2.604,3	2.532,4
Crecimiento		11,08%					8,77%	-11,11%	-6,08%	-2,84%	-2,76%
% Ingresos Ordinarios	35,5%	39,4%	41,5%	41,5%	40,5%	42,1%	41,4%	38,6%	37,0%	35,9%	34,9%
MSD&A (Gastos)	1.901,2	1.963,8	532,1	544,8	561,0	503,0	2.140,9	1.968,7	1.930,2	1.930,1	1.931,5
Crecimiento		3,29%					9,01%	-8,04%	-1,96%	0,00%	0,07%
% Ingresos Ordinarios	25,4%	26,2%	32,2%	25,9%	26,6%	26,6%	27,6%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%
Otros Ingresos/Gastos	66,3	18,2	11,2	3,2	3,9	3,5	21,7	13,6	13,3	13,3	13,3
% Ingresos Ordinarios	0,9%	0,2%	0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT	822,3	1.005,9	165,3	333,1	297,3	295,5	1.091,2	898,6	763,4	687,5	614,3
Crecimiento		22,33%					8,48%	-17,65%	-15,05%	-9,95%	-10,65%
% Ingresos Ordinarios	11,0%	13,4%	10,0%	15,8%	14,1%	15,6%	14,1%	12,2%	10,5%	9,5%	8,5%
Depreciación y Amortización	288	347	98	100	99	99	396	425,8	306,3	306,3	306,5
Crecimiento		20,58%					14,01%	7,60%	-28,07%	0,00%	0,07%
% Ingresos Ordinarios	3,8%	4,6%	5,9%	4,8%	4,7%	5,2%	5,1%	5,8%	4,2%	4,2%	4,2%
EBITDA	1.110,2	1.353,0	262,9	433,4	396,3	394,4	1.487,0	1.324,4	1.069,7	993,8	920,8
Crecimiento		21,87%					9,90%	-10,93%	-19,23%	-7,10%	-7,35%
% Ingresos Ordinarios	14,82%	18,04%	15,91%	20,57%	18,81%	20,88%	19,17%	17,91%	14,75%	13,71%	12,69%

Otros:

(En miles de UF)	2020										
	2018 R	2019 R	2020		2020		Total 2020	2021	2022	2023	2024
			Q1 R	Q2 R	Q3 E	Q4 E					
Ingresos de actividades Ordinarias	607,2	656,1	146,5	200,2	139,2	179,5	665,4	660,0	647,8	654,9	665,5
Crecimiento		8,05%					1,43%	-0,82%	-1,84%	1,09%	1,62%
Costo de Ventas	166,3	331,2	71,2	99,4	74,4	94,9	339,9	342,2	331,7	335,4	341,6
Crecimiento		99,11%					2,63%	0,69%	-3,07%	1,13%	1,85%
% Ingresos Ordinarios	-27,4%	-50,5%	-48,6%	-49,6%	-53,4%	-52,9%	-51,1%	-51,9%	-51,2%	-51,2%	-51,3%
Margen Bruto	773,5	987,2	217,7	299,5	213,6	274,4	1.005,3	1.002,2	979,5	990,3	1.007,1
Crecimiento		27,63%					1,83%	-0,31%	-2,26%	1,10%	1,70%
% Ingresos Ordinarios	127,4%	150,5%	148,6%	149,6%	153,4%	152,9%	151,1%	151,9%	151,2%	151,2%	151,3%
MSD&A (Gastos)	411,1	343,6	43,8	40,9	72,9	94,0	251,6	345,6	339,3	343,0	348,5
Crecimiento		-16,43%					-26,78%	37,39%	-1,84%	1,09%	1,62%
% Ingresos Ordinarios	-67,7%	-52,4%	-29,9%	-20,4%	-52,4%	-52,4%	-37,8%	-52,4%	-52,4%	-52,4%	-52,4%
Otros Ingresos/Gastos	23,0	41,5	1,8	1,2	8,8	11,3	23,1	41,7	40,9	41,4	42,1
% Ingresos Ordinarios	-3,8%	-6,3%	-1,2%	-0,6%	-6,3%	-6,3%	-3,5%	-6,3%	-6,3%	-6,3%	-6,3%
EBIT	1.161,6	1.289,3	259,7	339,3	277,7	357,1	1.233,8	1.306,1	1.277,8	1.291,9	1.313,6
Crecimiento		10,99%					-4,31%	5,86%	-2,16%	1,10%	1,68%
% Ingresos Ordinarios	191,3%	196,5%	177,2%	169,5%	199,5%	198,9%	185,4%	197,9%	197,3%	197,3%	197,4%
Depreciación y Amortización	87	64	24	21	14	18	76	64	63,3	64,0	65,0
Crecimiento		-26,56%					18,17%	-14,87%	-1,84%	1,09%	1,62%
% Ingresos Ordinarios	-14,4%	-9,8%	-16,2%	-10,4%	-9,8%	-9,8%	-11,4%	-9,8%	-9,8%	-9,8%	-9,8%
EBITDA	1.074,3	1.225,2	236,0	318,4	264,1	339,5	1.158,0	1.241,6	1.214,5	1.227,9	1.248,5
Crecimiento		14,04%					-5,48%	7,22%	-2,18%	1,10%	1,68%
% Ingresos Ordinarios	176,94%	186,75%	161,05%	159,03%	189,70%	189,17%	174,02%	188,13%	187,48%	187,50%	187,61%