



# **VALORACIÓN DE COMPAÑÍA CERVECERIA UNIDAS S.A.**

**Mediante el método de flujo de caja descontado**

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

**Alumno: Benjamín Espinosa Rojas.**

**Profesores Guías: Carlos Maquieira V. - Francisco Sánchez M.**

**Santiago, noviembre 2021**

# Tabla de contenidos

|  |    |
|--|----|
| <b>Resumen ejecutivo</b> .....   | 4  |
| <b>Parte 1: Metodología, descripción y análisis de la empresa e industria.</b> ..... | 5  |
| <b>1. Métodos de valoración</b> .....  | 5  |
| 1.1 Modelo de descuento de dividendos .....  | 5  |
| 1.2 Método de flujos de caja descontados .....                                       | 6  |
| 1.3 Método de múltiplos.....   | 7  |
| <b>2. Descripción de la industria y la empresa.</b> .....                            | 9  |
| 2.1. Descripción de la industria .....   | 9  |
| 2.2. Descripción de la empresa y su historia.....                                    | 11 |
| 2.3. Regulación y fiscalización .....  | 14 |
| 2.4. Principales accionistas.....  | 15 |
| 2.5. Empresas de la industria .....  | 15 |
| <b>3. Estados financieros de la empresa</b> .....                                    | 19 |
| 3.1. Estado de situación financiera .....  | 19 |
| 3.3. Estado de flujos de efectivo .....  | 23 |
| 3.4. Ratios financieros .....  | 25 |
| <b>4. Estructura Capital de la empresa</b> .....                                     | 27 |
| 4.1. Deuda financiera .....  | 27 |
| 4.2. Patrimonio económico .....  | 30 |
| 4.3. Valor económico de la empresa.....  | 31 |
| 4.4. Estructura de capital objetivo .....  | 31 |
| <b>Parte 2: Estimación del costo de capital de la empresa.</b> .....                 | 33 |
| <b>2.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.</b> .....                      | 33 |
| <b>2.2 Estimación del Costo de Capital de la Empresa.</b> .....                      | 34 |
| <b>Parte 3: Análisis de estados financieros y proyección de EERR</b> .....           | 36 |
| <b>3.1 Análisis operacional del Negocio e Industria</b> .....                        | 36 |
| 3.1.1 Estados financieros .....  | 36 |
| 3.1.2 Análisis de crecimiento .....  | 36 |
| 3.1.2.1 Crecimiento de la empresa .....  | 36 |
| 3.1.2.2 Crecimiento de la industria .....  | 37 |
| 3.1.2.3 Perspectiva de crecimiento.....  | 38 |
| 3.1.3 Análisis de costos y gastos de operación .....                                 | 39 |

|  |           |
|--|-----------|
| 3.1.4 Análisis de cuentas no operacionales .....   | 40        |
| 3.1.5 Análisis de Activos .....  | 41        |
| <b>3.2 Proyección del Estados de Resultados (EERR) .....</b>   | <b>44</b> |
| 3.2.1 Proyección Ingresos de operación .....   | 44        |
| 3.2.2 Proyección de Costos de Operación.....   | 51        |
| 3.2.3 Proyección resultado no operacional.....   | 53        |
| 3.2.4 EERR proyectado .....  | 54        |
| <b>Parte 4: Valoración de la empresa por flujo de caja descontado, balance general proyectado y análisis financiero.....</b> | <b>55</b> |
| 4.1 Estimación Flujos de Caja Libres (FCL) .....   | 55        |
| 4.1.1 Depreciación y amortización .....  | 55        |
| 4.1.2 Inversión en reposición y en capital físico. ....  | 55        |
| 4.1.3 Inversión de capital de trabajo.....   | 56        |
| 4.1.4 Valor terminal.....  | 56        |
| 4.1.5 Proyección de los flujos de caja libre .....   | 57        |
| 4.2 Precio de la acción proyectado .....   | 57        |
| <b>Parte 5: Análisis de sensibilidad.....</b>  | <b>59</b> |
| <b>Bibliografía.....</b>   | <b>62</b> |
| <b>Anexos.....</b>   | <b>65</b> |

## Resumen ejecutivo

En el presente documento se desarrolla la valoración económica de la Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU) al 31 de diciembre de 2020 a través del método flujo de caja descontado, obteniendo un valor estimado de la acción de \$ 6.565, precio que resulta en un diferencial de 25,1% con respecto al precio real presentado a la misma fecha, este diferencial se podría explicar por dos principales razones, la reacción del mercado producto de la fusión de dos empresas de la competencia durante el año y a los efectos producidos por la crisis económica explicados por la pandemia. De manera adicional es importante mencionar que el valor de la acción prepandemia y estallido social en julio 2019 era de \$ 9.598,8 y en noviembre 2020 luego del anuncio y comienzo de contrato entre la fusión de empresas de la competencia llegó a un precio de \$ 4.300.

CCU es una empresa con vasta experiencia en la industria siendo un importante participante en esta, su principal segmento se compone de bebidas alcohólicas donde destaca su tradición cervecera, operando en múltiples categorías con operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Perú, Paraguay y Uruguay.

La valoración se realizó mediante el análisis de los estados financieros auditados anuales de los periodos 2015 a 2020 junto con información pública extraída de su página web y de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Considerando una estructura de capital objetiva de 7,54% (deuda respecto a patrimonio), lo que resultó en una tasa de descuento de 5,48% real.

# Parte 1: Metodología, descripción y análisis de la empresa e industria.

## 1. 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 fondos<sup>1</sup>. 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. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables<sup>2</sup>. Nos concentramos 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 de flujos, y por ello como un activo financiero.

### 1.1 Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la 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:

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

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:

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

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

---

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

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

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

## 1.2 Método de flujos de caja descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, 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 la 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 metodologías<sup>4</sup>.

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

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.

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

---

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

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, además de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

### 1.3 Método de múltiplos

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

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. 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 ellos<sup>5</sup>:

#### 1. Múltiplos de ganancias:

- Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)
- Valor / EBIT
- Valor / EBITDA
- Valor / Flujo de caja

---

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

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.

#### 2. 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)

#### 3. Múltiplos de ventas:

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

#### 4. Múltiplo de variables de industria específica:

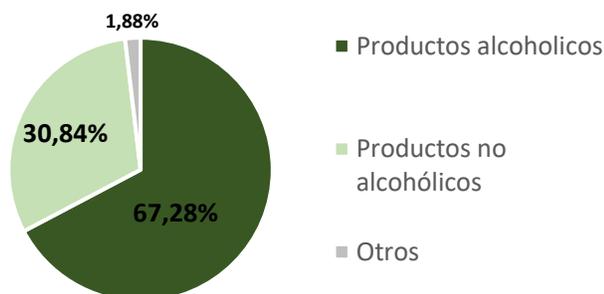
- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m<sup>2</sup>construido en retail.

## 2. Descripción de la industria y la empresa.

### 2.1. Descripción de la industria

La definición de la industria es una actividad fundamental para que el posterior análisis sea de utilidad. Si bien CCU se desempeña en distintas industrias; cervezas, vinos, bebestibles sin alcohol, entre otros. El presente trabajo se enfocará en el mercado de los productos alcohólicos, haciendo énfasis en algunos casos en el mercado de la cerveza, esto debido a que es donde la compañía recibe la mayor parte de sus ingresos, donde los productos alcohólicos para el año 2020 generaron un ingreso de M\$ 1.249.738.114 (67,3%) y los productos no alcohólicos un ingreso de M\$ 572.856.972 (30,8%), además dentro de los productos alcohólicos la cerveza es la principal fuente de ingreso (Memoria anual CCU, 2020).

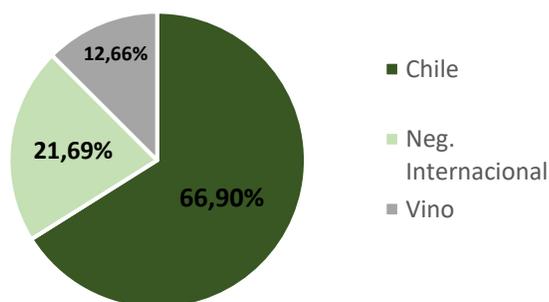
*Cuadro 1: Participaciones a nivel de ingresos. (diciembre 2020)*



*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.*

Por otro lado, tal como se observa en el cuadro 2 en 2020 el 66,9% de los ingresos de la compañía provienen de Chile, en consecuencia, se decidió analizar el mercado de bebidas alcohólicas producidas a gran escala en Chile, incluyendo a empresas que produzcan cerveza a gran escala, es decir, dejando de lado el nicho de mercado de cervezas artesanales dentro del país, para enfocarnos en la industria más relevante para CCU.

*Cuadro 2: participación de ingresos por segmento de operación. (diciembre 2020)*



*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.*

Al analizar la industria de alcohol en Chile se observa que se ha visto afectada por el coronavirus (Covid-19), principalmente debido a las preocupaciones económicas y deseo de algunos consumidores de bajar su consumo de alcohol afectando su sensibilidad al precio, por otro lado podemos ver que los consumidores de bebidas alcohólicas se han visto obligados a trasladarse de un tipo de canal *on trade* a un canal *off trade*, lo que quiere decir que ya no pueden consumir directamente en locales los productos alcohólicos debido a los cierres o suspensiones de bares, discoteques, restobar, pub, entre otros. Así mismo se visualiza un crecimiento en otros puntos de ventas como botillerías o minoristas debido a las restricciones y cierres tempranos de tiendas más grandes como supermercados (Euromonitor, 2020), sumado a esto los consumidores están valorando más la conveniencia y seguridad relativa de los servicios a domicilio y del e-commerce potenciando este canal para la venta de bebidas alcohólicas aunque sigue siendo pequeño en términos de venta en comparación con otros canales (Euromonitor, 2020).

La venta de bebidas alcohólicas en Chile tuvo su mejor año en 2019 y a pesar de los factores negativos que trajo la pandemia esta no se ha visto afectada en gran medida en el año 2020 comparadas con otras industrias más afectadas, el impacto en la industria de bebidas alcohólicas se puede observar en la tabla del **anexo 1**.

Específicamente podemos ver que el consumo de cerveza ha experimentado un aumento constante en Chile, pasando desde 748 millones de hectolitros en 2014 hasta 997 hectolitros en 2019, vale decir, un crecimiento de 33% en 5 años. Este consumo se vio reflejado en ventas de US \$ 3.790 para la industria (La Tercera, 2020). Por otro lado, el Gasto per cápita en Chile fue de US \$ 200 anuales durante 2019, siendo uno de los países que más gastó en este ítem dentro de Latinoamérica, estando sólo detrás de México y Brasil (Emol, 2020). Teniendo en cuenta la participación de mercado por volumen, CCU lidera dentro del país con un 65%, mientras que su principal competidor AB inBev obtuvo un 27% en 2019 (La Tercera, 2020).

Sumado a lo mencionado al comienzo del análisis de la industria se encuentra a la consultora Kantar, mencionando que la pandemia del Covid-19 ha impactado en la industria en todo el mundo, aumentando en un 4% el valor de ésta en comparación al año anterior. Además, a lo largo del 2020, los hábitos de consumo de cervezas se han visto alterados, produciendo un aumento constante de las ventas en todo el país. (450% en la región del Ñuble, 101% en la región metropolitana, entre otras.) (El Mostrador, 2020).

Desde otro ángulo, la pandemia también ha afectado los canales de venta de la industria, tal como señala la Asociación de Productores de Cerveza de Chile, las ventas a través de restaurantes, bares y pubs han caído drásticamente, inclusive desde la crisis social del año pasado, sin embargo, las ventas realizadas por botillerías y supermercados ha crecido continuamente (La Tercera, 2020).

Del análisis Porter realizado para la industria anteriormente mencionada, se concluye que el atractivo de la industria es medio, ya que si bien la amenaza de nuevos competidores y el poder de negociación de los proveedores, pueden ser consideradas como fuerzas relativamente “bajas”,

debido principalmente a la gran concentración de la industria se tiene por otro lado elementos como la competitividad, la variedad de sustitutos y compradores, los cuales resultan ser más preocupantes para los actores de la industria, el análisis completo se encuentra en **anexo 2**.

## 2.2. Descripción de la empresa y su historia

### *2.2.1. Descripción de la empresa*

La Compañía de Cervecerías Unidas S.A (CCU) es una empresa de multicategoría en bebestibles, con operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Paraguay, Perú y Uruguay. De acuerdo con su memoria anual de 2020, 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. (Memoria Anual CCU, 2020).

Las acciones de CCU transan en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile, en la Bolsa Electrónica de Chile y se encuentra registrada en la comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos de norte América y cotiza sus *American Depositary Shares* (ADS) en la Bolsa de Comercio de Nueva York (NYSE), con una equivalencia de 2 acciones ordinarias por cada ADS. Su controlador es Inversiones y Rentas S.A (IRSA) con un 60% de la propiedad Bursátil de forma directa e indirecta. (Memoria Anual CCU, 2020).

La estructura de la compañía para finales del 2020 se puede observar en el **anexo 3**, CCU posee filiales y empresas coligadas tanto dentro como fuera del país, con las que no solo realiza sus actividades de producción (EJ; Cervecería CCU, Aguas CCU, ETC), sino, además, con la filial comercializadora CCU, se encarga directamente de la venta de sus productos a intermediarios y a consumidores finales en casi todo Chile. Mientras que la distribución está a cargo de la filial “transportes CCU”. (Memoria Anual, 2020).

La compañía distingue sus operaciones en tres segmentos; Chile, Negocios internacionales Y Vinos. Siendo “Chile” el segmento más relevante en cuanto a ingresos (alrededor de un 63,51% en promedio los últimos 3 años), seguido por Negocios internacionales (con un 24,41% en promedio los últimos 3 años) y luego Vinos (11,81% en promedio de los últimos 3 años).

*Cuadro 3: Ingresos y EBITDA por segmento de negocio en miles de pesos (2018-2020)*

| Chile                     |               |               |               |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|
| año                       | 2018          | 2019          | 2020          |
| Ingresos por segmento M\$ | 1.109.574.191 | 1.164.304.035 | 1.242.762.870 |
| EBITDA M\$                | 202.661.751   | 200.429.008   | 174.661.593   |
| Neg. Internacionales      |               |               |               |
| año                       | 2018          | 2019          | 2020          |
| Ingresos por segmento M\$ | 483.925.842   | 464.487.449   | 402.828.825   |
| EBITDA M\$                | 266.344.506   | 19.652.540    | -1.350.828    |

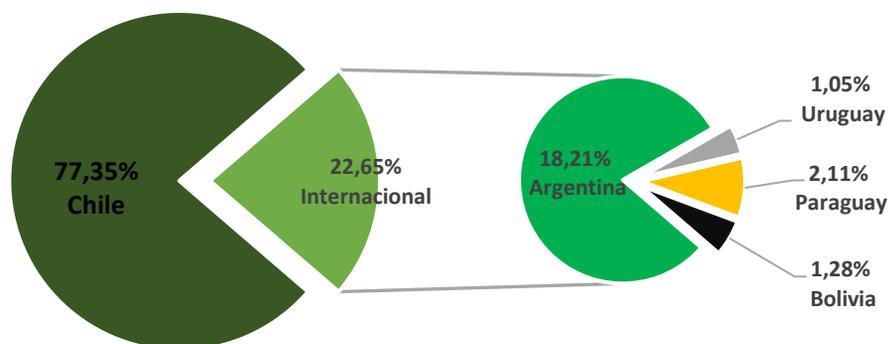
| Vinos                     |             |             |             |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|
| año                       | 2018        | 2019        | 2020        |
| Ingresos por segmento M\$ | 206.518.731 | 212.321.758 | 235.210.368 |
| EBITDA M\$                | 22.667.402  | 28.477.181  | 31.529.224  |
| otros                     |             |             |             |
| año                       | 2018        | 2019        | 2020        |
| Ingresos por segmento M\$ | -16.736.427 | -18.572.545 | -23.208.385 |
| EBITDA M\$                | -22.951.910 | -17.750.477 | -18.249.124 |

Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.

Tal como se observa en el cuadro 3, los ingresos del segmento “Chile” aumentaron en un 12% entre 2018 y 2019, sin embargo, el EBITDA tuvo una disminución de 14% en el mismo periodo, donde el año 2018 tenía un valor de M\$ 202.661.751 y el año 2020 un valor de M\$ 174.661.593. Por su parte, el segmento de “Negocios internacionales” disminuyó su nivel de ingresos en 16,8% y su Ebitda paso de M\$266.344.506 a un valor negativo de M\$ 1.350.828 durante el período 2018-2020. Finalmente, el segmento de “Vinos” tuvo un aumento de 13,9% desde el año 2018 al año 2020 en su nivel de ingreso lo que se tradujo en un aumento del 39,1% del Ebitda durante el mismo periodo.

Desde otra perspectiva, al analizar los ingresos por venta de CCU bajo un criterio geográfico, vemos que en el año 2020 el 77,35% de las ventas provienen de ventas realizadas en Chile y un 22,65% de las ventas pertenecen a negocios internacionales en los cuales destaca Argentina con un 18,21% del total de ventas de CCU, luego esta Paraguay con un 2,11%, Bolivia con un 1,28% y finalmente Uruguay con un 1,05% del total de ventas en 2020, por otro lado en el año 2019 se observaba que el 74% de estos provienen de Chile, 21% de Argentina y un 5% del resto de los países.

Cuadro 4: Participación de ventas por ubicación geográficas en el año 2020.



Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.

Finalmente, a modo de orden se incluye el siguiente cuadro resumen de la empresa CCU:

*Cuadro 5: Resumen empresa CCU (diciembre 2020)*

| Antecedentes                    | CCU  |
|---------------------------------|--|
| Mercados; Ticker o Nemo-técnico | Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa Electrónica de Comercio de Chile y NYSE; CCU  |
| Clase de acción (Cantidad)      | Acciones Ordinarias (369.502.872)  |
| Derechos de cada clase          | Todos los accionistas tienen derecho al mismo dividendo y los mismos derechos a voto.  |
| Sector e industria              | Bebestibles alcohólicos y no alcohólicos   |
| Países y Negocios               | En Chile (cervezas, bebidas no alcohólicas, licores, Unidades Estratégicas de Servicio y vinos).<br><br>Negocios internacionales en Argentina, Bolivia, Paraguay, Colombia y Uruguay. (cervezas, sidras, bebidas no alcohólicas, malta y licores). |
| Rendimiento financiero 2020     | Ingresos: UF 63.899.986<br><br>Ebitda: UF 6.026.102  |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.*

### 2.2.2. Reseña histórica

En 1850 se fundó la primera fábrica de cervezas en Chile en Valparaíso para luego en 1889 fusionarse con la Fábrica de cerveza de Limache dando origen a la fábrica Nacional de Cerveza, esta fusión en 1902 se constituirá como Sociedad anónima dando origen a la Compañía de Cervecerías Unidas (CCU), en 1916 ingresa al mercado de las bebidas gaseosas con Bilz. Luego entre los años de 1916 y 1950 CCU adquiere participación en todo el territorio nacional, sumando varias Cerveceras a nivel país como las de Concepción, Talca, Antofagasta, Osorno y La Serena.

En 1986 el grupo Luksic, a través de Quiñenco S.A y Schörghuber, a través de Paulaner-Salvator A.G., adquieren el 64,3% de CCU S.A. En 1990 la empresa expande al negocio de aguas minerales con la adquisición de Agua Mineral Porvenir S.A.I. Para luego en el año 1992 CCU comienza la colocación de ADRs en el mercado estadounidense. Durante el año 1994 CCU S.A ingresa al negocio del vino con la adquisición de Viña San Pedro S.A. Para el año 1995 CCU ingresa al mercado cervecero argentino adquiriendo en los años siguientes empresas como Cervecería Santa Fe, Compañía industrial cervecera de Salta, Buenos Aires Embotelladoras, entre otras.

En 2002 y 2003 CCU adquiere el 50% de Cervecería Kunstmann S.A y compra Heineken mediante el Finance Holding International, en este mismo año, CCU Ingresa al negocio del Pisco en Chile con la marca Ruta Norte. Al año siguiente, 2004, la Compañía de Cervecerías Unidas ingresa al negocio de Alimentos con la adquisición de Calaf, durante los años siguientes CCU se sigue expandiendo y

adquiriendo nuevas empresas, llegando al año 2012 a tener presencia en Uruguay con la adquisición de las sociedades uruguayas Miltur S.A., Marzurel S.A. y Coralina S.A., entrando a Uruguay con la producción y comercialización de aguas minerales y bebidas gaseosas.

El año 2013, CCU S.A en manos de Andrónico Luksic hace un aumento de capital con la emisión de 51.000.000 nuevas acciones ordinarias tanto en la bolsa de Santiago como en la de Nueva York mediante ADRs, este mismo año CCU ingresa a Paraguay en el negocio de la producción, comercialización y distribución de bebidas alcohólicas como no alcohólicas.

En el año 2014, CCU ingresa al mercado boliviano con la producción y comercialización multicategoría de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, desde este año hasta la actualidad CCU se ha enfocado en conseguir aumentar la participación en empresas de su interés y en las cuales ya tiene un gran porcentaje de participación, incluyendo en el año 2018 la colocación de un bono por UF 3 millones en el mercado chileno. Éste corresponde a un bono a 25 años bullet a una tasa de colocación de UF + 2,85%.

Durante el año 2019, CCU lanza en Chile un moderno sitio de ventas en línea, “La Barra”, que brinda una nueva experiencia a los consumidores, a través de la entrega a domicilio del portafolio de productos y en el año 2020 la empresa tomo medidas preventivas y de autocuidado, donde facilito el teletrabajo junto con buscar iniciativas innovadoras para apoyar a la comunidad como fue la producción de la producción de 50 mil litros de Alcohol Gel CCU aprovechando sus plantas y materias primas. (Memoria anual, 2020)

### 2.3. Regulación y fiscalización

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”) (CCU, 2020).

Asimismo, CCU, en su calidad de emisor de American Depositary Receipts (“ADRs”), que actualmente se transan en el New York Stock Exchange (“NYSE”), se encuentra sujeta, 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 (Memoria CCU, 2020).

Adicionalmente, CCU y sus filiales, poseen normas específicas a las actividades y negocios que cada una realiza, siendo las principales las que se indican a continuación para cada segmento:

Para el caso de las cervezas está la Ley N°18.455 la que contiene normas sobre Producción, Elaboración y Comercialización de Alcoholes Etilicos, Bebidas Alcohólicas y Vinagres. Esta a su vez está reglamentada en el Decreto N°78 del Ministerio de Agricultura. Además, se deben inscribir las bebidas alcohólicas que se comercialicen en Chile en el registro del Servicio Agrícola y Ganadero (“SAG) sumándole los requisitos de rotulación. Otra Ley que rige a las cerveceras es la N°19.925 sobre Expendio y Consumo de Bebidas Alcohólicas, que establece la obligación de contar con patente de alcoholes para el expendio de bebidas alcohólicas, entre otros requisitos como la prohibición de venta a menores de 18 años.

Para el caso de las Bebidas No Alcohólicas se deben observar las normas del Reglamento Sanitario de los Alimentos del Ministerio de Salud y del código sanitario, con algunas reglamentaciones especiales para el caso de las aguas minerales como el envasado con las fuentes de que proceden y que se hallen registradas en el Ministerio de Salud. Se establecen, asimismo, disposiciones relativas al envasado, rotulación y publicidad de aguas minerales y sus subproductos. Además, resulta importante considerar que las filiales tendrán sus respectivas regulaciones según el país en el que operen.

#### 2.4. Principales accionistas

Al 31 de diciembre de 2020 y de los tres años anteriores el capital social de la Compañía presenta un saldo de M\$562.693.346, compuesto por un total de 369.502.872 acciones sin valor nominal que se encuentran totalmente suscritas y pagadas, generando un total de 4.247 accionistas. La Compañía ha emitido solamente una serie única de acciones ordinarias, las cuales gozan de los mismos derechos de votos sin preferencia alguna.

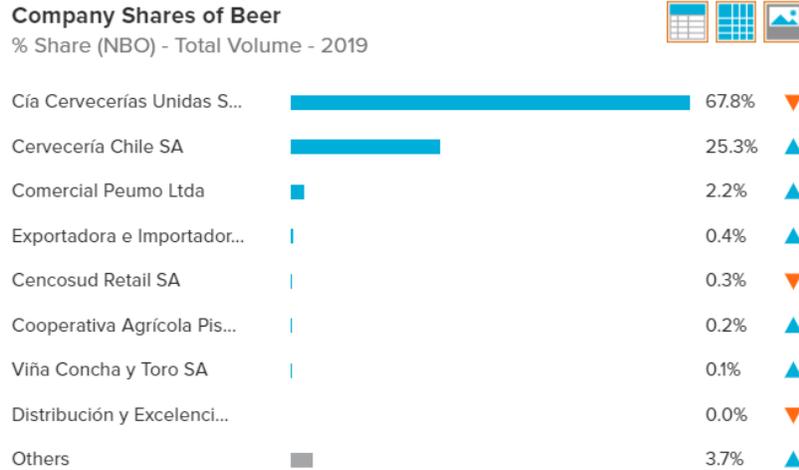
Para finales del 2020, Heineken y Quiñenco S.A representan el 60% de las acciones totales de CCU, debido a que cada una posee la mitad de la propiedad de IRSA, compuesta por Inversiones y Rentas S.A e Inversiones IRSA Ltda. Además, un 20,6% de las acciones se encuentran transadas en la Bolsa de Nueva York, siendo JPMorgan el banco depositario y el segundo mayor accionista. En el **anexo 4** se puede ver los 12 principales accionistas donde se muestra con mayor detalle el número de acciones y porcentaje que tienen este grupo que estaría representando el 95,43% de propiedad de la compañía con un número de acciones de 352.627.382. La compañía es administrada por un Directorio que se compone por nueve miembros, los cuales permanecen 3 años en sus funciones con posibilidad de reelección, este directorio es elegido por los accionistas mediante una Juna Ordinaria de Accionistas.

#### 2.5. Empresas de la industria

La industria de bebidas alcohólicas en Chile está liderada por CCU con un total del volumen de ventas de 50,8% donde su principal competencia es Cervecería Chile S.A o también conocida como Ab Inbev, la cual tiene una participación de 18,8% del total de volumen, luego nos encontramos con viñas, siendo Viña San Pedro Tarapacá S.A, Viña Santa Rita S.A y Viña Concha y Toro S.A con un 5,5%, 5,5% y 5,2% respectivamente (Euromonitor, 2020), estas cinco compañías tendrían alrededor del 86% del total de las ventas de la industria, el detalle de las demás compañías se pueden ver en el **anexo 5**.

En Chile, dentro de la industria cervecera, CCU posee una gran participación en volumen con un 67,8% donde su principal competidor en este sentido y potencial empresa de comparación es AB Inbev, la cual también se conoce como Cervecería Chile S.A, con un 25,3% del volumen (Euromonitor, 2020). Es una empresa comparable con CCU ya que se dedican principalmente a lo mismo. El factor común es que tanto CCU como AB-InBev han diversificado sus productos, estando presentes en la mayoría de los segmentos de cerveza, intensificando la competencia y están en una etapa de madurez similar. Estas dos empresas controlan alrededor del 93% del volumen como se observa en el siguiente cuadro.

Cuadro 6: Participación de empresas por volumen de cerveza



Fuente: reporte de la industria alcohólica en Chile por Euromonitor septiembre 2020

Tal como se mencionó con anterioridad, CCU recibe un 67% de sus ingresos provenientes de productos alcohólicos, de esta forma las empresas comparables que se encuentra en esta industria son la compañía Ab inbev, Viña Concha y Toro y Viña Santa Rita, sin embargo, cabe destacar que a pesar de estar en la misma industria de productos alcohólicos el principal negocio de estas dos últimas empresas es la producción y comercialización de Vinos, de manera que si se quisiera realizar una valoración de la empresa por múltiplos sería recomendable incluir en el análisis el 33% de bebidas analcohólicas de CCU para tener un análisis más completo, de esta forma se podría agregar a Embotelladora Andina y Embotelladora Embonor a modo de completar e incluir ambos negocios representados, considerando 2 empresas dedicadas al embotellamiento y distribución de bebidas analcohólicas, siendo este el 33% de ventas de CCU.

AB Inbev participa y controla gran parte del mercado brasileño a través de AmBev. En Chile tiene participación a través de Cervecerías Chile y en Argentina a través de Quilmes Industrial. Durante el 2013, AB InBev cerró la adquisición de la cervecera mexicana Modelo y durante el 2016 completó la combinación con SAB Miller, que mantenía participaciones en Colombia, Perú, Ecuador, Argentina y Centroamérica (ICR, 2018).

### 2.5.1. Resumen empresas de la industria.

En esta sección se presentan los cuadros resúmenes de cada una de las empresas definidas como comparables en la sección anterior.

*Cuadro 7: Resumen empresa Ab InBev.*

| <b>Antecedentes</b>            | <b>Ab inbev</b>   |
|--------------------------------|---|
| Mercados; Ticker o nemotécnico | Euronext; ABI, NYSE; BUD, Mexbol; ANB y JSE; ANH  |
| Clase de acción (cantidad)     | Acciones ordinarias (1.693.242.156); Acciones restringidas (325.999.817)  |
| Derechos de cada clase         | Los tenedores de acciones ordinarias y restringidas tienen derecho a recibir dividendos según se declaren de vez en cuando y tienen derecho a un voto por compartir en reuniones de la empresa.<br><br>Con respecto a las acciones restringidas (propiedad de Ab-inbev), los derechos están suspendidos. Las acciones restringidas no cotizan en bolsa, no están admitidas a negociación en ninguna bolsa de valores y están sujetas, entre otras cosas, a restricciones sobre transferencia hasta su conversión en nuevas acciones ordinarias. |
| Sector e industria             | Bebestibles alcohólicos.  |
| Países y negocios              | La empresa se encuentra en 7 segmentos, los cuales son: América del Norte, América Latina del Norte, América del Sur, Europa Occidental, Europa Central, Europa del Este, Asia Pacifico y Global Export & holding   |
| Rendimiento financiero 2020    | Ingresos: MM US\$ 46.881<br>Ebitda: MM US\$ 16.951  |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales y reportes financieros de Ab inbev.*

*Cuadro 8: Resumen empresa Viña Concha y Toro.*

| Antecedentes                   | Viña Concha y Toro.   |
|--------------------------------|---|
| Mercados; Ticker o nemotécnico | Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile: CONCHATORO<br><br>NYSE; VCOYY                 |
| Clase de acción (cantidad)     | Serie única (747.005.982)   |
| Derechos de cada clase         | Todos los accionistas tienen derecho al mismo dividendo y los mismos derechos a voto.                     |
| Sector e industria             | Bebestibles alcohólicos   |
| Países y negocios              | Argentina, Chile y Estados Unidos: Plantas de Producción; 130 países de destino de productos alcohólicos. |
| Rendimiento financiero 2020    | Ingresos: M\$ 769.067<br>Ebitda: M\$ 148.487  |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales y reportes financieros de Viña Concha y Toro.*

*Cuadro 9: Resumen empresa Viña Santa Rita.*

| Antecedentes                   | Viña Santa Rita  |
|--------------------------------|--|
| Mercados; Ticker o nemotécnico | Viña Santa Rita, sólo transa sus acciones en las bolsas de valores del mercado chileno. Como Sociedad Anónima Viña Santa Rita (SANTA-RITA.SN) o SANTARITA  |
| Clase de acción (cantidad)     | Serie única (1.034.572.184)  |
| Derechos de cada clase         | De acuerdo con el artículo 50 bis de la ley 18.046 sobre sociedades anónimas, se señala que se deberá elegir un director independiente y el comité de directores cuando se tenga un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a UF1.500.000 y que a lo menos un 12,5% de las acciones emitidas con derecho a voto, se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10 por ciento de tales acciones. |
| Sector e industria             | Bebidas alcohólicas  |
| Países y negocios              | En Chile la Sociedad comercializa sus productos a través de una importante red de sucursales, agencias, cadenas de supermercados y distribuidores que le otorgan una completa cobertura nacional, atendiendo a más de 10 mil clientes.<br><br>En el exterior, Viña Santa Rita y sus filiales con sus exportaciones llegan a 70 países en los cinco continentes.  |
| Rendimiento financiero 2020    | Ingresos: M\$ 168.657.037<br>Ebitda: M\$ 16.493.818  |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales y reportes financieros de Viña Santa Rita.*

### 3. Estados financieros de la empresa

#### 3.1. Estado de situación financiera

Analizando el balance de la compañía se puede ver que dentro de los activos la cuenta más importante corresponde a la de PPE promediando 45,9% durante los años de 2015-2020, lo cual concuerda con la importancia de la producción del negocio. Por el lado de activos corrientes, vemos que la segunda cuenta más importante es “cuentas por cobrar”, la cual durante los años 2015 y 2020 promedia un 13,4% del total de activos. A su vez, las cuentas de “efectivos y equivalentes” promedian un 10,6%, mientras que la de “inventarios” promedia un 9,8%, ambas con poca variación durante el periodo de estudio, sin embargo, durante el año 2020 podemos ver un aumento en porcentaje del “efectivo y equivalente de efectivo” pasando de 8,3% en 2019 a 15,7% en 2020, aumentando su liquidez como se verá más adelante con los ratios, los activos más importantes de CCU se pueden ver con mayor detalle en la siguiente tabla:

*Cuadro 10: Cuenta de activos más importantes con respecto al total de activos.*

|   | dic-15        | dic-16        | dic-17        | dic-18        | dic-19        | dic-20        | PROMEDIO     |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>Activos:</b>                                 |               |               |               |               |               |               |              |
| <b>Activos corrientes:</b>                      |               |               |               |               |               |               |              |
| Efectivo y equivalentes al efectivo             | 10,6%         | 7,2%          | 8,6%          | 13,3%         | 8,3%          | 15,7%         | <b>10,6%</b> |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar | 13,8%         | 15,0%         | 14,5%         | 13,3%         | 12,7%         | 10,9%         | <b>13,4%</b> |
| inventarios                                     | 9,6%          | 10,6%         | 10,2%         | 9,5%          | 9,9%          | 9,2%          | <b>9,8%</b>  |
| <b>Total Activos corrientes</b>                 | <b>37,5%</b>  | <b>36,4%</b>  | <b>37,0%</b>  | <b>39,1%</b>  | <b>33,5%</b>  | <b>38,0%</b>  | <b>36,9%</b> |
| <b>Activos no corrientes:</b>                   |               |               |               |               |               |               |              |
| PPE (neto)                                      | 47,86%        | 48,3%         | 46,4%         | 42,4%         | 46,6%         | 43,9%         | <b>45,9%</b> |
| <b>Total Activos no corrientes</b>              | <b>62,47%</b> | <b>63,59%</b> | <b>63,05%</b> | <b>60,89%</b> | <b>66,47%</b> | <b>61,99%</b> | <b>63,1%</b> |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales y reportes financieros de CCU.*

Analizando los activos no corrientes observamos un crecimiento de la importancia de las cuentas de “activos intangibles distintos de plusvalía” desde 3,52% en 2015 hasta 5,1% en 2020 y de “Inversiones contabilizadas por método de la participación” desde 2,74% en 2015 hasta 5,2% en 2020. Sumado a esto es importante mencionar que la proporción de activos corrientes y activos no corrientes se mantienen constante a través del tiempo, con un promedio de 36,9% y 63,1% respectivamente esta diferencia se debe principalmente al porcentaje que representa el mayor activo de CCU, la “propiedad planta y equipo”. El porcentaje respectivo de cada cuenta se puede encontrar en el **anexo 6**.

En el caso de los pasivos y patrimonios se observa que la participación relativa del patrimonio disminuyó desde 65,13% en 2015 hasta 55,80% en 2020, lo cual se puede ver explicado por la disminución porcentual de participación de la cuenta de “participaciones no controladoras” de 7,11% a 4,45% durante el mismo periodo de tiempo y por la disminución porcentual del “capital emitido” desde 30,86% a 22,29%, pasando desde UF 21.955.260 en 2015 a UF 19.356.277 en 2020.

Cuadro 11: Cuenta de patrimonio con respecto al total de pasivos y patrimonio.

|                                  | dic-15        | dic-16        | dic-17        | dic-18        | dic-19        | dic-20        | PROMEDIO     |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| <b>Patrimonio</b>                |               |               |               |               |               |               |              |
| Capital emitido                  | 30,86%        | 30,06%        | 28,47%        | 23,39%        | 23,91%        | 22,29%        | <b>26,5%</b> |
| otras reservas                   | -5,66%        | -7,64%        | -9,01%        | -6,28%        | -5,84%        | -7,44%        | -7,0%        |
| resultados acumulados            | 32,82%        | 35,13%        | 36,25%        | 36,10%        | 38,36%        | 36,51%        | <b>35,9%</b> |
| <b>Sub Total Atribuible a</b>    |               |               |               |               |               |               |              |
| los propietarios                 | 58,01%        | 57,55%        | 55,72%        | 53,21%        | 56,42%        | 51,35%        | <b>55,4%</b> |
| Participaciones no controladoras | 7,11%         | 6,59%         | 6,36%         | 4,53%         | 4,88%         | 4,45%         | 5,7%         |
| <b>Total Patrimonio</b>          | <b>65,13%</b> | <b>64,14%</b> | <b>62,08%</b> | <b>57,74%</b> | <b>61,30%</b> | <b>55,80%</b> | <b>61,0%</b> |

Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales y reportes financieros de CCU

Además, desde el lado de los pasivos corrientes, se observa que se han mantenido estables cerca del 22,8% durante todo el periodo donde el año 2018 tuvieron su valor porcentual mas alto de 26,84%, estos están compuestos principalmente por “cuentas por pagar”, promediando 13,3% entre 2015-2020. Por el lado de los pasivos no corrientes, la compañía ha experimentado un crecimiento desde 13,55% en 2015 hasta 23,57% en 2020, debido principalmente al incremento de “otros pasivos financieros” desde 7,5% en 2015 hasta 17,43% en 2020, esta ultima es la cuenta con mayor porcentaje dentro de los pasivos no corrientes promediando un 10% en los años de estudio, seguida por “impuestos diferidos” con un promedio de 4,8%, se pueden ver las cuentas mas importantes de los pasivos y patrimonio en la siguiente tabla y el porcentaje respectivo de cada una de las cuentas de CCU se puede ver en el **anexo 7**.

Cuadro 12: cuentas de pasivos más relevantes respecto al total de pasivos y patrimonio.

|                                    | dic-15        | dic-16        | dic-17        | dic-18        | dic-19        | dic-20        | PROMEDIO      |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Pasivos:</b>                    |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Pasivos corrientes:</b>         |               |               |               |               |               |               |               |
| CxP comerciales y otras cuentas    | 12,49%        | 13,87%        | 14,25%        | 12,61%        | 13,03%        | 12,85%        | <b>13,2%</b>  |
| Otros pasivos no financieros       | 3,89%         | 3,81%         | 3,76%         | 6,84%         | 2,05%         | 1,58%         | 3,7%          |
| <b>Total Pasivos corrientes</b>    | <b>21,32%</b> | <b>23,63%</b> | <b>23,72%</b> | <b>26,84%</b> | <b>20,53%</b> | <b>20,64%</b> | <b>22,8%</b>  |
| <b>Pasivos no corrientes:</b>      |               |               |               |               |               |               |               |
| Otros pasivos financieros          | 7,51%         | 6,30%         | 8,15%         | 9,48%         | 11,12%        | 17,43%        | <b>10,0%</b>  |
| pasivos por impuestos diferidos    | 4,83%         | 4,64%         | 4,77%         | 4,51%         | 5,59%         | 4,70%         | 4,8%          |
| <b>Total Pasivos no corrientes</b> | <b>13,55%</b> | <b>12,23%</b> | <b>14,20%</b> | <b>15,42%</b> | <b>18,16%</b> | <b>23,57%</b> | <b>16,2%</b>  |
| <b>Total Pasivos</b>               | <b>34,87%</b> | <b>35,86%</b> | <b>37,92%</b> | <b>42,26%</b> | <b>38,70%</b> | <b>44,20%</b> | <b>38,97%</b> |

Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales y reportes financieros de CCU.

Complementando el analisis del balance general se analizara la variación año a año mas importantes que han sufrido los activos, pasivos y patrimonio, en primer lugar nos encontramos con los activos corrientes en donde se destacan los crecimientos de “efectivo y equivalente de efectivo” durante los años 2017-2018 y durante 2019-2020, los cuales crecieron un 81,96% y 96,58% respectivamente, explicados por un termino anticipado de contrato para el año 2018 y en una generación de mayor liquidez para afrontar la pandemia en el año 2020. La cuenta de “otros activos financieros” presento su mayor crecimiento de 105,71% durante el periodo de 2017-2018, “cuentas por cobrar” presento dos grandes aumentos durante el 2016-2017 y 2019-2020 de 61,94% y 57,81% respectivamente,

además, destacar el aumento de “activos corrientes mantenidos para la venta” en 2019-2020 con un aumento de 439,2% que se debe principalmente a la venta de un contrato de compraventa de la Viña San Pedro Tarapaca por terrenos y construcciones que representaron un total de activos mantenidos para la venta de UF 72.972 para el año 2020. También se puede destacar la cuenta de “Otros activos financieros”, la cual presenta una variación negativa entre los años 2018 y 2019 de 57,98%. Como se detalla en las notas del balance, esto se produjo debido a una disminución de sus instrumentos financieros derivados y de los valores negociables e inversiones en otras sociedades desde M\$22.532.915 a M\$9.658.014.

Analizando los activos no corrientes se encuentran grandes variaciones en “otros activos financieros” donde se destaca la variación del año 2016-2017 de 827% la que fue producida por un aumento de activos de cobertura desde M\$ 203.784 a M\$ 1.918.191 y préstamos bancarios desde M\$ 29.606.398 a M\$ 73.866.831, luego el activo no corrientes que más varió durante el periodo de análisis fue las “cuentas por cobrar a entidades relacionadas” destacando el periodo 2018-2019 disminuyendo en un 39,74%, también se destaca “propiedades de inversión y pasivos por impuestos inferidos” durante el 2017-2018 y durante el 2018-2019 respectivamente las cuales presentaron una variación de 45,12% y 40,87%. El detalle completo de la variación año a año de los activos se puede ver en el **anexo 8**.

Para el caso de los pasivos corrientes vemos que la cuenta “otros pasivos financieros” durante el año 2015-2016 presentó un aumento de 47,5% que se debe a un aumento de préstamos bancarios desde M\$27.714.998 a M\$ 39.079.561, también podemos ver un gran aumento en el periodo 2018-2019 de 630,99% en “otras provisiones a corto plazo” debido a un aumento en litigios y otras provisiones no especificadas en las memorias anuales, pasando de M\$405.069 a M\$3.040.930 y sumado a lo anterior podemos ver un gran cambio en “pasivos por impuestos corrientes” en el periodo de 2017-2018 de 226,73% principalmente debido a un aumento de los impuestos de primera categoría pasando de M\$ 18.335.047 en 2017 a M\$71.587.790 en 2018, por último podemos ver una disminución de 71,38% en “otros pasivos no financieros” durante el periodo de 2018-2019 debido a que ocurrió una disminución en el total de los dividendos por pagar, dejando los “Dividendos de la matriz provisionado según política” desde M\$101.714.994 a M\$37.358.131 y pagando la totalidad de dividendos de la matriz acotados por el directorio.

Analizando los pasivos no corrientes podemos ver que las “cuentas por pagar” tuvieron una fuerte disminución del año 2017 al año 2018 de un 97,78% debido a una disminución de M\$ 529.370 en documentos por pagar, la cual al año siguiente aumentó en un 108,27% llegando a un valor de M\$ 26.550, también nos encontramos con un fuerte aumento de “otras provisiones a largo plazo” en el año 2018 de un 480,65% producto de un aumento en las provisiones constituidas que llegaron a un valor de M\$ 6.731.027 en 2018 con un vencimiento entre 2 y 5 años, en general los pasivos no corrientes han tenido una variación positiva desde el año 2016, destacando el último crecimiento de 35,55% en el periodo 2019-2020 debido principalmente a un aumento de “otros pasivos financieros” los cuales crecieron un 63,72%.

En las cuentas del patrimonio de la empresa CCU en general no se aprecian variaciones entre años superiores a 10% salvo en la cuenta “otras reservas” que se compone de reservas de conversión, cobertura y de ganancias y pérdidas por planes de beneficios definidos, esta cuenta ha sido siempre negativa durante los años de estudio y a pesar de ser la cuenta que más varía en términos

porcentuales dentro de patrimonio se ha mantenido en un promedio de M\$ 5.485.918. El detalle de las variaciones de cada cuenta de pasivos y patrimonio se puede encontrar en el **anexo 9**.

### 3.2. Estado de resultados

El análisis vertical observable es útil para comprender la estructura histórica de ingresos, costos y gastos también nos puede servir para comparar con un competidor, con este análisis se buscará identificar las variaciones y fuentes para explicar los cambios en la rentabilidad de la empresa sea mejora o pérdida, de esta forma se analizaran el periodo que abarca desde 2015 hasta el 2020 como se puede ver en la siguiente tabla:

*Cuadro 13: Análisis vertical del estado de resultados (2015-2020)*

|   | dic-15        | dic-16        | dic-17        | dic-18        | dic-19        | dic-20        |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>EERR</b>   |               |               |               |               |               |               |
| Ingresos por ventas   | 100,00%       | 100,00%       | 100,00%       | 100,00%       | 100,00%       | 100,00%       |
| Costos de Ventas  | -45,72%       | -47,59%       | -47,03%       | -48,23%       | -49,84%       | -52,97%       |
| <b>Margen Bruto</b>   | <b>54,28%</b> | <b>52,41%</b> | <b>52,97%</b> | <b>51,77%</b> | <b>50,16%</b> | <b>47,03%</b> |
| Otros Ingresos, por función                                 | 0,44%         | 0,33%         | 0,40%         | 12,81%        | 1,24%         | 1,04%         |
| costos de distribución                                      | -18,53%       | -17,37%       | -17,09%       | -17,63%       | -17,97%       | -18,15%       |
| gastos de administración                                    | -8,55%        | -9,96%        | -8,39%        | -8,54%        | -7,52%        | -7,47%        |
| otros gastos, por función                                   | -13,96%       | -12,54%       | -14,05%       | -12,13%       | -13,25%       | -12,40%       |
| otras ganancias (Perdidas)                                  | 0,57%         | -0,54%        | -0,45%        | 0,23%         | 0,17%         | -0,61%        |
| <b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>    | <b>14,25%</b> | <b>12,34%</b> | <b>13,38%</b> | <b>26,51%</b> | <b>12,84%</b> | <b>9,43%</b>  |
| Ingresos financieros  | 0,52%         | 0,36%         | 0,30%         | 0,89%         | 0,72%         | 0,19%         |
| costos financieros  | -1,54%        | -1,30%        | -1,42%        | -1,32%        | -1,52%        | -1,55%        |
| participación en utilidad de asociadas y negocios conjuntos | -0,35%        | -0,36%        | -0,52%        | -0,61%        | -0,90%        | -0,45%        |
| diferencia de cambio  | 0,06%         | 0,03%         | -0,15%        | 0,19%         | -0,50%        | 0,14%         |
| resultado por unidades de reajuste                          | -0,22%        | -0,14%        | -0,01%        | 0,04%         | -0,45%        | -0,02%        |
| <b>Utilidad (pérdida) antes de impuesto</b>                 | <b>12,72%</b> | <b>10,93%</b> | <b>11,57%</b> | <b>25,69%</b> | <b>10,18%</b> | <b>7,73%</b>  |
| Impuestos a las ganancias                                   | -3,34%        | -1,94%        | -2,85%        | -7,63%        | -2,19%        | -1,91%        |
| <b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>                     | <b>9,38%</b>  | <b>8,99%</b>  | <b>8,72%</b>  | <b>18,06%</b> | <b>7,99%</b>  | <b>5,82%</b>  |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales y reportes financieros de CCU.*

De esta analisis en el cual se utilizó como el 100% el nivel de ingresos por ventas, podemos observar que los costos representan en promedio un 48,6% de los ingresos durante los años de estudio, lo que les deja un margen bruto promedio mayor a 51%, sin embargo, podemos observar un crecimiento porcentual de los costos de ventas con respecto a los ingresos donde el año 2015 representaban un 45,7% y en el año 2020 representaron un 52,97% lo que se traduce en una disminución porcentual del margen bruto desde 54,28% en el 2015 hasta 47,03% en el 2020.

En los costos de distribución se observa un aumento porcentual desde el año 2017 con un 17,09% al año 2020 con un 18,15% y los gastos por administración presentaron una baja porcentual constatne desde el año 2018 desde 8,54% a 7,47%, a pesar de estas disminuciones el Ebit de la compañía a presentado bajas llegando al año 2020 a representar un 9,43%, sin embargo, cabe destacar que en el año 2018 el ebit fue de un 26,52% esto debido principalmente a un aumento

considerable de parte de “otros ingresos por función” los cuales para ese año llegaron a un valor de M\$ 228.455.054 debido a la venta anticipada de la licencia de Budweiser la cual conlleva a un pago de parte de Ab Inbev junto con la propiedad de algunas de sus marcas como Isenbeck, Diosa, Baltica, Norte e Iguana, la mayoría de ellas registradas en Argentina.

Continuando con los gastos e ingresos financieros podemos ver que estas cuentas no representan más del 1% del nivel de ingresos, es decir, no representan un gran porcentaje respecto al nivel de ingresos salvo la cuenta de costos financieros que se mantuvo constante durante el periodo de análisis con valores entre 1,3% y 1,55%, esto genera un pequeño cambio porcentual desde el EBIT hasta la utilidad antes de impuesto. Con respecto al impuesto a las ganancias podemos ver que en promedio es de 3% con respecto al ingreso y resulta mayor en términos porcentuales en el año 2018 debido al aumento de las utilidades, pero en general los impuestos representan un 24% de las utilidades en promedio durante los años de análisis. Las utilidades también reflejan este aumento porcentual en el año 2018 llegando a un 18,06% de los ingresos, sin embargo en los años su valor estaba en promedio en los 8,2%, siendo su año más bajo el año 2020 donde representaron un 5,82% con respecto a los ingresos.

Continuando con el análisis al estado de resultados se realizó un análisis horizontal en el cual se selecciona para este estudio el año 2015 como base, ya que es un año que no presenta anomalías ni casos extraordinarios que podrían sesgar el análisis.

De este análisis se puede desprender que los ingresos han registrado un crecimiento con respecto al año 2015, siendo su valor porcentual con respecto al año base más alto el año 2018 con 110,65%, con respecto a los costos vemos que estos han ido creciendo constantemente con respecto al año 2015 llegando a un 126,64% para el año 2020. Con respecto al margen bruto vemos que para el año 2016 y 2020, este fue menor que para el año 2015 debido al mayor aumento en costos en términos porcentuales.

La cuenta “otros ingresos, por función” presentó un valor menor que en el año base en los años 2016 y 2017 de 76,08% y 97,91% respectivamente, el año 2018 representa un gran aumento de 3.229,38% pero como se mencionó anteriormente corresponde a un término anticipado de una licencia de Budweiser, lo cual también hizo que el Ebit para este año sea el doble que para el año base. Con respecto al Ebit podemos observar que en el año 2016, 2019 y 2020 este ha sido menor que para el año 2015 al igual que las utilidades antes de impuesto. Para finalizar el análisis es importante mencionar que la utilidad del ejercicio para el año 2020 presentó una gran disminución la cual en comparación con el año 2015 es de un 67,9%, el detalle de este análisis se puede encontrar en el **anexo 10**. Sumado a este análisis en el **anexo 11** se puede ver la variación año a año de las cuentas del estado de resultados.

### 3.3. Estado de flujos de efectivo

En el estado de flujo de efectivo para CCU se puede observar que durante los periodos analizados ha presentado liquidez en el flujo de efectivo, teniendo resultados positivos durante estos periodos, lo que se traduce en que podría solventar sus deudas. Durante los años 2018 y 2020 se presentaron los mayores “incremento Neto en el Efectivo y Equivalente al Efectivo, antes del Efecto de los Cambios en la Tasa de cambio” con un valor de M\$177.347.168 (UF 6.433.596) y de M\$204.873.921

(UF 7.047.526) respectivamente, lo que los dejaba con un saldo de efectivo y equivalente de M\$ 369.389.016 en el año 2020 y de M\$ 319.014.050 en el año 2018.

*Cuadro 14: resumen estado de flujo de efectivos (2015-2020)*

|                             | dic-15     | dic-16     | dic-17     | dic-18     | dic-19     | dic-20     |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Actividades                 | UF         | UF         | UF         | UF         | UF         | UF         |
| Actividades de operación    | 8.564.911  | 7.211.724  | 9.805.394  | 15.574.128 | 8.559.539  | 9.654.844  |
| Actividades de inversión    | -6.469.608 | -5.883.084 | -6.493.546 | -7.219.169 | -5.093.113 | -4.834.659 |
| Actividades de Financiación | -3.232.245 | -3.607.863 | -1.982.357 | -1.921.362 | -7.044.175 | 2.227.342  |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales y reportes financieros de CCU.*

Como se puede apreciar en el cuadro resumen la principal fuente de liquidez de CCU son los flujos de efectivo provenientes de sus actividades operacionales. Adicionalmente, la compañía tiene la capacidad de emitir instrumentos de deuda y patrimonio en el mercado de capitales de acuerdo con sus necesidades. Basado en el actual desempeño operacional y su posición de liquidez, la compañía estima que los flujos de efectivo provenientes de las actividades operacionales y el efectivo disponible serán suficientes para financiar el capital de trabajo, las inversiones de capital, los pagos de intereses, los pagos de dividendos y los requerimientos de pago de deudas por los próximos 12 meses y el futuro previsible (memoria anual CCU, 2020).

Analizando las actividades de operación, donde podemos ver cuántas de estas cuentas por cobrar se están convirtiendo realmente en cobros, podemos ver que estas se mantuvieron positivas durante todo este periodo del 2015 al 2020. Dado esto, podríamos decir que están siendo bien administradas, destacando el año 2018 donde estas actividades resultaron ser casi el doble que los otros periodos. Estos resultados se pueden explicar debido a que su principal fuente de liquidez proviene de sus actividades operacionales obteniendo sus propios recursos.

Las actividades de inversión podemos ver que han sido negativas durante todos estos periodos principalmente porque la compañía ha estado invirtiendo en compras de propiedades, planta y equipo, aumentando esta inversión con los años. Por otro lado, en el año 2018 fue más alto debido a que se invirtió más en pagos para adquirir participaciones en negocios conjuntos durante este año.

Si analizamos las actividades de financiación podemos ver que, al igual que las actividades de inversión, estas han sido negativas durante la mayoría de los periodos, debido principalmente a las cuentas de “pago de préstamos y bonos” junto con “pagos por cambios en las participaciones en la propiedad en subsidiarias que no dan lugar a la pérdida de control”. Esta última ya no está presente en el año 2019 a pesar de que fue el año con el mayor valor negativo durante el periodo de análisis, esto ocurre ya que los dividendos pagados pasaron de M\$ 74.825.181 a M\$ 218.035.429 del 2018 al 2019, de esta forma resulta importante destacar el valor positivo que tomaron las actividades de financiación en el año 2020 debido principalmente a un gran aumento de “Importes procedentes de préstamos de largo plazo y bonos” pasando de un valor en el año 2019 de M\$ 25.641.701 a un valor en el año 2020 de M\$ 196.786.489 y a la disminución antes mencionadas de los dividendos pagados, dejando estas actividades con un saldo positivo. En el **anexo 12** se puede observar con mayor detalle el estado de flujo de efectivo de los 3 últimos años de la compañía extraído directamente de la memoria anual 2020.

### 3.4. Ratios financieros

En esta sección se analizarán durante el periodo de los años 2015 y 2020 distintos ratios de liquidez, endeudamiento, actividad, rentabilidad.

*Cuadro 15: Ratios de liquidez*

|                              | Razones de Liquidez |           |           |            |            |            |
|------------------------------|---------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
|                              | 2015                | 2016      | 2017      | 2018       | 2019       | 2020       |
| <b>Razon corriente</b>       | 1,76                | 1,54      | 1,56      | 1,46       | 1,63       | 1,84       |
| <b>Prueba Acida</b>          | 1,31                | 1,09      | 1,13      | 1,10       | 1,15       | 1,40       |
| <b>Capital de trabajo UF</b> | 11.534.596          | 9.082.793 | 9.781.791 | 10.711.937 | 10.808.916 | 15.099.645 |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.*

Para el caso de los ratios de liquidez observamos que del año 2018 al año 2020 existió un crecimiento en el ratio de “razón corriente” desde 1,46 a 1,84 siendo este su mayor valor del periodo de análisis, con respecto a la prueba acida podemos ver que los activos corrientes sin los inventarios aún siguen cubriendo los pasivos corrientes durante todo el periodo de análisis siendo los valores más altos de 1,40 y 1,31 en 2020 y en el año 2015 respectivamente, sumado a esto vemos que el capital de trabajo presento valores positivos durante el periodo de análisis siguiendo un aumento desde el año 2016 con un valor de UF 9.082.793 hasta el año 2020 con un valor de UF 15.099.645 lo que se traduce en un aumento del nivel de activo corriente con respecto a sus obligaciones a corto plazo. En general estos ratios nos muestran que CCU se encuentra en condiciones de cubrir sus obligaciones a corto plazo con los activos corrientes e incluso considerando sólo los más líquidos.

*Cuadro 16: Ratios de solvencia*

|                            | Ratios de Solvencia |      |      |       |      |      |
|----------------------------|---------------------|------|------|-------|------|------|
|                            | 2015                | 2016 | 2017 | 2018  | 2019 | 2020 |
| <b>Leverage</b>            | 0,15                | 0,15 | 0,17 | 0,21  | 0,23 | 0,36 |
| <b>Deuda a Activo</b>      | 0,10                | 0,10 | 0,11 | 0,12  | 0,14 | 0,20 |
| <b>Deuda CP/ Deuda</b>     | 0,24                | 0,36 | 0,25 | 0,22  | 0,21 | 0,14 |
| <b>Cobertura intereses</b> | 9,24                | 9,47 | 9,40 | 20,07 | 8,44 | 6,10 |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.*

Al analizar la solvencia de la empresa CCU se observa que el leverage presento un aumento continuo desde 0,15 en el 2015 a 0,36 en el 2020, aun así se puede decir que la empresa posee poco riesgo para los accionistas existiendo suficiente patrimonio para poder solventar la deuda aun en su periodo más alto de los ultimo 5 años, se puede ver algo similar en el ratio deuda a activos debido a que es el espejo del ratio anterior, este aumento al doble entre los años 2015 y 2020, desde 0,1 a 0,2 respectivamente.

Con respecto a la deuda de corto plazo en relación con el total de la deuda se puede observar que se observa un promedio durante el periodo de análisis de 0,24 lo que es consistente con la naturaleza de los activos ya que la mayor parte está en activos fijos, siendo su principal activo como vimos anteriormente el PPE, de esta manera la empresa puede emplear mayor deuda a largo plazo.

Siguiendo con el análisis de solvencia en el ratio de cobertura de intereses vemos que CCU es capaz de cancelar los intereses de la deuda con el EBIT incluso si estos aumentaran 20 veces como se puede observar en el año 2018 o si estos aumentaran 6 veces como se puede observar en el año 2020, siendo este su año con menor cobertura de intereses, esto habla de una buena solvencia de

parte de CCU ya que primero presenta EBIT positivos y segundo es capaz de cumplir sus obligaciones financieras con los resultados de los periodos, incluso si estos aumentan en 6 veces más.

*Cuadro 17: Ratios de rentabilidad*

|                             | índice de Rentabilidad |      |      |      |      |      |
|-----------------------------|------------------------|------|------|------|------|------|
|                             | 2015                   | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| <b>Margen bruto/ventas</b>  | 0,54                   | 0,52 | 0,53 | 0,52 | 0,50 | 0,47 |
| <b>Ebit/ventas</b>          | 0,14                   | 0,12 | 0,13 | 0,27 | 0,13 | 0,09 |
| <b>ROA</b>                  | 0,12                   | 0,10 | 0,11 | 0,20 | 0,10 | 0,07 |
| <b>ROE</b>                  | 0,12                   | 0,12 | 0,12 | 0,23 | 0,10 | 0,08 |
| <b>Margen Utilidad neto</b> | 0,09                   | 0,09 | 0,09 | 0,18 | 0,08 | 0,06 |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.*

Al momento de hablar de índices de rentabilidad, se puede apreciar que las ventas han ido en aumento durante en el periodo de 2015 a 2018, desde UF 58.463.711 hasta UF 64.691.864 luego podemos ver que las ventas siguen mayores al año 2017 pero han ido disminuyendo llegando al año 2020 con un valor de UF 63.899.986, se puede observar algo similar en el margen bruto, no obstante, este último presento más variaciones año tras año, razón por la cual el margen bruto cayó desde 0,54 en 2015 hasta 0,47 para 2020. Por su parte, la utilidad del ejercicio se mantuvo rondando los M\$145.000.000, a excepción del año 2018, año en que la empresa registró en su estado de resultados ingresos anormales por más de M\$200.000.000, lo cual elevó tanto el EBIT como la utilidad del ejercicio de aquel año, que finalmente se tradujo en un aumento de los índices de margen de utilidad neta y margen operacional para el 2018 de 0,18 y 0,27 respectivamente.

Al mismo tiempo, si analizamos los ratios de rentabilidad que consideran las cuentas del balance general, ROA y ROE observamos que también se han mantenido a un nivel similar a través de los años. En el caso del ROA, tal como se mencionó con anterioridad, los activos crecieron de forma continua, mientras que el EBIT fue más inconstante. A pesar de aquello observamos un ROA promedio 0,11 entre 2015-2020, sin considerar el 2018 (0,2), siendo el peor año el 2020 donde presento un valor de 0,7. Por otro lado, el ROE se mantuvo constante, a excepción del 2018, presentando una leve disminución entre 2015 y 2019, debido a que el patrimonio fue constante, mientras que el EBIT fue más volátil, alcanzando un M\$322.084.531 en 2019 (M\$160.000.000 más que el año anterior) lo que también llevo a que en el año 2020 a tener un valor de 0,8 por una disminución en la utilidad del ejercicio para este año de UF 1.422.852 con respecto al año anterior.

*Cuadro 18: Ratios de actividad*

|                                      | Razones de actividad |      |      |      |      |      |
|--------------------------------------|----------------------|------|------|------|------|------|
|                                      | 2015                 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| <b>Rotación cuentas por cobrar</b>   | 5,82                 | 5,41 | 5,75 | 5,45 | 5,94 | 6,57 |
| <b>Rotación Inventario</b>           | 3,93                 | 3,72 | 3,95 | 3,77 | 3,91 | 4,24 |
| <b>Rotación de cuentas por pagar</b> | 2,84                 | 2,74 | 2,73 | 2,77 | 2,88 | 2,87 |
| <b>Rotación de Activos</b>           | 0,82                 | 0,83 | 0,86 | 0,74 | 0,77 | 0,74 |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.*

En cuanto a los ratios de actividad se puede observar que la rotación de las cuentas por cobrar a presentado aumentos desde el año 2018, llegando a un valor de 6,57 en el 2020 lo que quiere decir que las cuentas han girado en CCU en promedio 5,82 veces en el año, lo que se traduce en que cobra

en promedio cada 62,09 días, la rotación de cuentas por pagar se ha mantenido constante salvo un pequeño aumento en los últimos dos años 2019 y 2020 donde llegó a un valor de 2,88 y 2,87, en comparación con el ratio de cuentas por cobrar vemos que esta rotación de cuentas por pagar es menor, lo que habla de un buen uso de este recurso por parte de la empresa CCU ya que paga sus deudas en un promedio de 128 días y cobra sus ventas en la mitad de ese tiempo, es decir, tiene una buena política de cobro.

Con respecto a la rotación del inventario nos encontramos que se demora alrededor de 92 días en vender el inventario, un valor que no sería tan eficiente considerando a las bebidas alcohólicas y no alcohólicas como un producto terminado que necesita ser vendido rápido para disminuir los costos de almacenaje, por último observamos que la rotación de activos durante el periodo de 2015 y 2017 presentaba valores sobre 0,82, lo cual desde el año 2018 disminuyó teniendo valores menores a 0,77 llegando a 2020 a un valor de 0,74 este indicador nos muestra que el nivel de ventas esperadas está acorde al nivel de activos de la empresa, para los años del 2018 en adelante vemos que los activos fueron mayor en proporción con las ventas que los otros años, haciendo que este indicador disminuya.

#### **4. Estructura Capital de la empresa**

##### **4.1. Deuda financiera**

Ahora para analizar la estructura de capital de la empresa es necesario tener clara la deuda financiera y cómo se compone dentro de la empresa analizada, de esta forma en la siguiente tabla podemos ver un nivel de deuda financiera que ha ido en aumento durante los periodos analizados.

*Cuadro 19: Composición deuda financiera corriente (2015-2020)*

| <b>Deuda financiera corriente UF</b>                             | <b>2015</b>      | <b>2016</b>      | <b>2017</b>      | <b>2018</b>      | <b>2019</b>      | <b>2020</b>      |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Préstamos bancarios</b>                                       | 1.081.388        | 1.483.209        | 920.980          | 1.384.331        | 1.499.383        | 1.298.737        |
| <b>Obligaciones con el público</b>                               | 123.112          | 123.350          | 123.656          | 148.052          | 238.246          | 264.566          |
| <b>Obligaciones por arrendamiento financiero</b>                 | 12.541           | 8.196            | 6.605            | 13.276           | 171.569          | 169.748          |
| <b>Instrumentos financieros derivados</b>                        | 6.690            | 421.993          | 389.606          | 181.280          | 8.492            | 145.989          |
| <b>Depósitos recibidos en garantía de envases y contenedores</b> | 487.851          | 493.993          | 494.768          | 506.715          | 469.473          | 485.587          |
| <b>Total Deuda financiera corriente UF</b>                       | <b>1.711.582</b> | <b>2.530.742</b> | <b>1.935.615</b> | <b>2.233.654</b> | <b>2.387.162</b> | <b>2.364.627</b> |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.*

En primer lugar, analizando la deuda financiera corriente se puede observar un aumento en los años de estudios, desde UF 1.711.582 en 2015 a UF 2.364.627 en 2020, es importante destacar que el año 2016 presentó un valor alto con respecto a los otros años debido principalmente a préstamos bancarios con un valor de UF 1.483.209 y por instrumentos financieros de cobertura de UF 421.993. Si analizamos cada cuenta podemos observar que préstamos bancarios ha sido más variables durante el periodo de análisis, presentando su menor valor el año 2017 con UF 920.980 y su mayor valor el año 2019 con UF 1.499.383 pero ha estado dentro de un promedio de UF 1.278.005.

Las cuentas “Obligaciones con el público” y “obligaciones por arrendamiento financiero” han presentado grandes aumentos durante el periodo de análisis en el cual desde el 2015 al año 2020 aumentaron un 115% y 1.254% respectivamente, la cuenta “instrumentos financieros derivados” también presentó un aumento desde el año 2015 pero en el año 2019 se puede observar una gran

disminución donde paso de UF 181.280 en el año 2018 a UF 8.492 en el año 2019. Por último, la cuenta depósitos recibidos en garantía se mantenido constante rondando en un promedio de UF 489.73. La cuenta de pasivos por arrendamiento financieros presenta un gran aumento desde 2018 a 2019 debido a la niif 16.

*Cuadro 20: Composición deuda financiera no corriente (2015-2020)*

| <b>Deuda financiera no corriente UF</b>   | <b>2015</b>      | <b>2016</b>      | <b>2017</b>      | <b>2018</b>      | <b>2019</b>      | <b>2020</b>       |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| Préstamos bancarios                       | 1.885.947        | 1.123.669        | 2.763.524        | 2.728.048        | 3.523.465        | 3.032.349         |
| Obligaciones con el publico               | 2.784.063        | 2.688.507        | 2.598.573        | 4.907.579        | 4.726.501        | 11.170.340        |
| Obligaciones por arrendamiento financiero | 672.613          | 664.222          | 659.709          | 636.519          | 996.585          | 935.671           |
| <b>Deuda financiera no corriente UF</b>   | <b>5.342.622</b> | <b>4.476.398</b> | <b>6.021.807</b> | <b>8.277.844</b> | <b>9.246.550</b> | <b>15.138.360</b> |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.*

Al analizar la deuda financiera no corriente se puede observar un aumento constante al igual que en el caso de la deuda financiera corriente, de incluso el triple desde el año 2015 con un valor de UF 5.342.622 al año 2020 con un valor UF 15.138.360, al igual que en el caso anterior resulta interesante destacar el año 2016 donde en la deuda financiera no corriente presenta el valor más bajo con respecto a los otros años, esto debido a que presentaba un aumento en la deuda financiera corriente y a una disminución en los préstamos bancarios con respecto al año 2015 de UF 762.278, estos durante el periodo de análisis aumentaron un 61% desde 2015 al año 2020. Obligaciones con el público y obligaciones por arrendamiento financiero también incrementaron durante el periodo de análisis en un 301% y un 29% respectivamente desde el año 2015 al año 2020.

*Cuadro 21: Deuda financiera total en UF (2015-2020)*

| <b>Deuda financiera UF</b> | <b>2015</b>      | <b>2016</b>      | <b>2017</b>      | <b>2018</b>       | <b>2019</b>       | <b>2020</b>       |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Total UF</b>            | <b>7.054.204</b> | <b>7.007.139</b> | <b>7.957.421</b> | <b>10.505.801</b> | <b>11.633.713</b> | <b>17.502.987</b> |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.*

Entonces como se puede ver en la tabla anterior la deuda financiera a ido en aumento para la empresa analizada donde vemos que el año 2015 tenía una deuda financiera de UF 7.054.204 y para el año 2020 una deuda financiera de UF 17.502.987, es decir, un aumento del 150% con respecto al año inicial. El aumento de la deuda financiera se debe principalmente al aumento en la deuda no corriente la cual desde el año 2015 al año 2020 aumentó un total de UF 9.795.738 y la deuda financiera corriente aumentó un total de UF 831.972, esto también se puede ver al analizar esto en términos porcentuales donde la deuda financiera corriente aumenta un 48,4% y la deuda financiera no corriente aumenta un 183%.

#### 4.1.1 Bonos

Para la compañía de cervecerías unidas podemos observar principalmente cinco bonos vigentes, como se puede ver en la tabla la serie L, la serie M y la serie D se colocaron en junio del año 2020 y la serie J y serie H fueron colocados con mayor tiempo en junio 2018 y marzo 2009 respectivamente y son más largos, presentan 48 y 40 pagos semestrales, presentando un vencimiento en el año 2043 y en el año 2030.

Cuadro 22: Resumen tabla bonos CCU

| Antecedentes                         | Bonos   |   |   |  |  |
|--------------------------------------|---|---|---|--|--|
| Bono                                 | Serie J   | Serie L   | Serie M   | Serie D  | Serie H  |
| Nemotécnico                          | BCERV-J   | BCERV-L   | BCERV-M   | BSPED-D  | BCERV-H  |
| Valor Nominal                        | UF 3.000.000  | UF 3.000.000  | UF 2.000.000  | UF 1.500.000   | UF 2.000.000   |
| Moneda                               | UF  | UF  | UF  | UF   | UF   |
| Tipo de colocación                   | Nacional  | Nacional  | Nacional  | Nacional   | Nacional   |
| Colocación                           | 30-06-2018  | 10-06-2020  | 10-06-2020  | 10-06-2020   | 23-03-2009   |
| Vencimiento                          | 10-08-2043  | 01-06-2027  | 01-06-2030  | 01-15-2025   | 15-03-2030   |
| Tipo de Bono                         | Bullet  | Compuesto (Bullet- francés)   | Bullet  | Frances  | Frances  |
| Tasa cupón (kd)                      | Uf + 2,9% anual   | UF + 1,2% anual   | UF + 1,6% anual   | UF + 1% anual  | UF + 4,25% fija anual  |
| Periodicidad                         | Semestral   | Semestral   | Semestral   | Semestral  | Semestral  |
| Numero de Pagos                      | 48  | 14  | 20  | 10   | 40   |
| Periodo de gracia                    | No aplica   | No aplica   | No aplica   | No aplica  | 10 años + 6 meses  |
| Motivo de emisión                    | 75%; Refinanciamiento de pasivos financieros de corto plazo 25%, Financiar parcialmente el programa de inversiones. | Para refinanciar pasivos de corto plazo (33 %) y para financiar parcialmente el plan de inversiones de CCU y/o filiales | Se destinarán en su totalidad para financiar parcialmente el plan de inversiones del Emisor y/o sus Filiales. | Se destinarán en un 100% para el refinanciamiento de pasivos del emisor y/o sus filiales | Destinados en un 100% a la refinación del pasivo del emisor          |
| Clasificación de riesgo              | Fitch Ratings Ltda.: AA+(cl)<br>ICR Clasificadora de Riesgo Ltda.: AA+  | Fitch Ratings Ltda.: AA+(cl)<br>ICR Clasificadora de Riesgo Ltda.: AA+  | Fitch Ratings Ltda.: AA+(cl)<br>ICR Clasificadora de Riesgo Ltda.: AA+  | Fitch Ratings Ltda.: AA-(cl)<br>ICR Clasificadora de Riesgo Ltda.: AA-                   | Fitch Ratings Ltda.: AA(cl)<br>ICR Clasificadora de Riesgo Ltda.: AA |
| Tasa de colocación o de mercado (kb) | Tasa colocación: UF+ 2,85%<br><br>Tasa mercado ajustada por rf: 1,66%   | Tasa colocación: UF+ 0,85%<br><br>Tasa mercado ajustada por rf: 1,18%   | Tasa colocación: UF+ 1,2%<br><br>Tasa mercado ajustada por rf: 1,53%  | Tasa colocación: UF+ 0,5%<br><br>Tasa mercado ajustada por rf: 0,8%                      | Tasa colocación: UF + 4,3<br><br>Tasa mercado ajustada por rf: 2,13% |
| Valor de mercado                     | Sobre la par en un 174,69%  | Bajo la par en un 101,33%   | Bajo la par en un 104,28%   | Bajo la par en un 125,13%  | Sobre la par en un 199,53%   |

Fuente: Elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y datos de presentaciones para inversionistas de CCU ("Emisión de Bonos Corporativos Serie J UF 3.000.000", 2018). (Colocación de Bonos Serie H, 2011)

La tasa de Mercado o de colocación (kb) se obtuvo ajustando a cada tasa de colocación por la tasa libre de riesgo correspondiente, es decir, a la tasa de colocación correspondiente de cada bono se le resta la tasa libre de riesgo de su fecha de emisión y de su plazo correspondiente generando un Spread, a este diferencial se le suma la tasa libre de riesgo del día 31 de diciembre de 2020 para finalmente obtener la tasa de mercado, la tabla de los cálculos se puede observar con mayor detalle en el **anexo 13**.

#### 4.2. Patrimonio económico

La compañía solo posee un tipo de acción y la cantidad emitida del año 2015 al año 2016 aumentó pasando de 326.663.538 a 369.502.872 acciones, este número se ha mantenido constante durante todo el periodo de análisis desde el año 2016. Con respecto al precio como se puede apreciar en la tabla ha sido más variable destacando el aumento de 30% del año 2016 al año 2017 debido a un récord de ventas que experimentó CCU (memoria anual, 2017) y las expectativas positivas que se tenían sobre el futuro político-económico del país, sin embargo, en años posteriores la compañía sufrió un descenso continuo, disminuyendo su valor en un 48,6% desde el año 2017 al año 2020.

*Cuadro 23: Patrimonio a valor mercado (UF; 2015 a 2020)*

| Fecha             | Precio acción UF | Cantidad    | Patrimonio Mercado UF |
|-------------------|------------------|-------------|-----------------------|
| <b>31-12-2015</b> | 0,31             | 326.663.538 | 99.927.158            |
| <b>31-12-2016</b> | 0,27             | 369.502.872 | 98.097.562            |
| <b>31-12-2017</b> | 0,35             | 369.502.872 | 127.525.822           |
| <b>31-12-2018</b> | 0,30             | 369.502.872 | 109.144.790           |
| <b>31-12-2019</b> | 0,25             | 369.502.872 | 93.590.668            |
| <b>31-12-2020</b> | 0,18             | 369.502.872 | 66.692.795            |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y datos recopilados desde Yahoo! finance e Investing.com.*

Al mismo tiempo, resulta importante agregar que la rentabilidad de la compañía fue afectada por el desfavorable escenario económico que había en sus principales mercados, tanto en Chile (La Tercera, 2019) como en Argentina (Diario Financiero, 2019). Finalmente, a pesar del aumento de consumo de cerveza en el país, el patrimonio económico de CCU volvió a caer para marzo del 2020, en aproximadamente 20.000.000 UF en comparación al trimestre anterior resultado influenciado por la crisis social que experimentó Chile desde fines del 2019 (CNN Chile, 2019).

#### 4.3. Valor económico de la empresa

Cuadro 24: Valor económico de la empresa (UF; 2015 a 2020)

| UF                          | 2015               | 2016               | 2017               | 2018               | 2019               | 2020              |
|-----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|
| <b>Deuda Financiera</b>     | 7.054.204          | 7.007.139          | 7.957.421          | 10.505.801         | 11.633.713         | 17.502.987        |
| <b>Patrimonio económico</b> | 99.927.158         | 98.097.562         | 127.525.822        | 109.144.790        | 93.590.668         | 66.692.795        |
| <b>Valor empresa</b>        | <b>106.981.363</b> | <b>105.104.701</b> | <b>135.483.243</b> | <b>119.650.591</b> | <b>105.224.381</b> | <b>84.195.782</b> |

Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU.

El valor económico corresponde a la suma entre la deuda financiera y el patrimonio económico de la compañía en cada año. Tal como se mencionó con anterioridad, durante el periodo estudiado, la deuda financiera subió de forma continua, mientras que el patrimonio económico experimentó un descenso desde 2017 en adelante. En consecuencia, si bien el valor económico de la compañía creció en un 28% entre 2016 y 2017, en los años posteriores el valor de la compañía sufrió un descenso constante llegando hasta 84.195.782 UF en diciembre del 2020 como resultado de la disminución del precio de la acción, lo cual se tradujo a su vez en una caída del valor económico de CCU.

#### 4.4. Estructura de capital objetivo

Como se puede observar en la tabla, la deuda sobre el valor económico de la empresa ha ido en aumento desde el año 2017 llegando a un valor en el año 2020 de 20,96%, esto debido al aumento que se analizó anteriormente de la deuda financiera lo que promedió durante los años 2015-2020 un valor de 10,01%. Con respecto al patrimonio sobre el valor económico de la empresa se puede ver una disminución, ya que como se analizaba anteriormente la cantidad de acciones se ha mantenido constante pero el precio de la acción ha estado a la baja, de esta forma vemos una caída constante desde el año 2017 de 94,08% hasta 79,04% lo que promedió en el periodo analizado un valor de 89,99%.

Analizando la estructura de capital histórica podemos observar un aumento desde el año 2017 pasando de un valor de 6,29% hasta un valor para el año 2020 de 26,52%, de esta forma la estructura de capital de CCU promedió entre los años 2015-2020 un valor de 11,53%. Al ver esta estructura se puede observar que CCU ha optado durante estos últimos años por endeudarse más lo que ha producido que el cálculo de la deuda financiera ha ido creciendo. Al consultar con un Investor relations de CCU se decidió considerar los años 2015 a 2018 debido a que, el cambio en su estructura se debe a los atípicos años que se han vivido recientemente, donde muchas empresas emitieron deuda para enfrentar la crisis sanitaria y reestructurar la deuda de corto plazo a una deuda de largo plazo para generar mayor liquidez y no necesariamente un cambio en la estructura de capital de CCU definitivo, de esta manera como es estructura de largo plazo conviene eliminar el efecto pandemia y también estallido social, dejando la estructura capital objetivo a utilizar en 7,54%.

Cuadro 25: Estructura capital de la empresa entre 2015 y 2018.

|            | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | Promedio (15-20) |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|
| <b>B/V</b> | 6,60%  | 6,67%  | 5,92%  | 8,82%  | 11,08% | 20,96% | <b>10,01%</b>    |
| <b>P/V</b> | 93,40% | 93,33% | 94,08% | 91,18% | 88,92% | 79,04% | <b>89,99%</b>    |
| <b>B/P</b> | 7,06%  | 7,14%  | 6,29%  | 9,67%  | 12,46% | 26,52% | <b>11,53%</b>    |

Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU.

Para realizar el cálculo de la estructura de capital de los últimos dos años, ocupada para desapalancar el beta, se observa los niveles de deuda y patrimonio de los años 2019 y 2020 debido a que posteriormente para el cálculo del costo de capital se realizara una regresión con los precios semanales de estos dos últimos años, es decir, 104 datos, en estos dos últimos años se puede observar el aumento de la deuda financiera sobre el valor económico pasando de 11,08% en 2019 a 20,96% en 2020, promediando un valor de 16,02%. El patrimonio sobre el valor económico ha estado a la baja pasando de 88,92% a 79,04% de 2019 a 2020, promediando un valor de 83,98%. Finalmente, la estructura de capital promedio durante estos dos últimos años un valor de 19,49%.

Cuadro 26: Estructura capital objetivo de la empresa

|            | 2019   | 2020          | Promedio<br>(19-20) |
|------------|--------|---------------|---------------------|
| <b>B/V</b> | 11,08% | <b>20,96%</b> | <b>16,02%</b>       |
| <b>P/V</b> | 88,92% | <b>79,04%</b> | <b>83,98%</b>       |
| <b>B/P</b> | 12,46% | <b>26,52%</b> | <b>19,49%</b>       |

*Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU.*

## Parte 2: Estimación del costo de capital de la empresa.

### 2.1 Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.

Para realizar el cálculo de la beta patrimonial de CCU se descargaron los datos de precios semanales de la acción de los viernes durante el periodo de 26 de diciembre del año 2014 hasta el 31 de diciembre de 2020 mediante las páginas Investing y Yahoo! Finance, junto con estos precios de la empresa se descargaron los precios semanales del índice IGPA desde el 26 de diciembre de 2014 hasta 31 de diciembre 2020, igualmente desde Investing y Yahoo! finance. Se descargaron semanales porque la bolsa chilena tiene bajo nivel de liquidez y se podría producir autocorrelación de los errores aumentando el error del Beta, de esta forma al tener datos semanales se tendrá más liquidez.

Con estos datos se calcularon los retornos semanales de la acción y del índice IGPA para posteriormente realizar una regresión de cada año desde el año 2016 hasta el año 2020, para esto se consideró la semana desde el 31 de diciembre de cada año y se retrocedieron 104 retornos hacia atrás, de esta forma se ocupaba el año correspondiente y el año anterior para calcular el beta de la acción, para realizar esto se utiliza el modelo de mercado caracterizado a través de la siguiente ecuación, es decir, se estimara el beta usando regresiones de MCO.

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

En la siguiente tabla se resumen los betas obtenidos de cada regresión junto a su significancia y su presencia bursátil al 31 de diciembre 2020.

Cuadro 27: Beta de la acción, significancia y presencia bursátil acción.

|                                | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Beta de la acción</b>       | 1,3689 | 0,8940 | 0,5673 | 0,5536 | 0,7595 |
| <b>p-value (significancia)</b> | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| <b>Presencia bursátil (%)</b>  | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   |

*Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y paginas financieras (investing y Yahoo! Finance).*

De igual forma los detalles de cada regresión se pueden encontrar en los siguientes anexos:

- Año 2016, **Anexo 14**,
- Año 2017, **Anexo 15**,
- Año 2018, **Anexo 16**,
- Año 2019, **Anexo 17** y
- Año 2020, **Anexo 18**.

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

En esta sección se realizará la estimación del costo de capital de la empresa para eso en primer lugar se necesita recopilar los datos necesarios, de forma que antes de todo se explicará la obtención de las variables.

Para la tasa libre de riesgo se realizó un promedio de veinticuatro meses de tasas diarias del Benchmark UF-20 (BCU-BTU a 20 años) al 31 de diciembre de 2020, lo que generó un  $r_f$  de 0,93%, para el caso del Premio por riesgo (PRM), se ajustaron los datos obtenidos de la página del profesor Damodaran, donde se modificó el PRM histórico de referencia de Estados Unidos a 5,5%, luego se promediaron ambos resultados tanto el que se calcula con la clasificación Moodys como con el calculado, de esta forma se obtiene un PRM de 6,21%. Como el impuesto durante los últimos años ha sido 27% no es necesario realizar un promedio ponderado de las tasas, quedando finalmente el  $t_c$  en 27%. Resumiendo, los datos hasta ahora:

*Cuadro 28: Tasa libre de riesgo, premio por riesgo y tasa de impuesto.*

|            |       |
|------------|-------|
| <b>Rf</b>  | 0,93% |
| <b>PRM</b> | 6,21% |
| <b>T</b>   | 27%   |

*Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y datos del Banco Central y profesor Maquieira.*

Para el costo de la deuda ( $k_b$ ) tenemos la tasa de mercado obtenida del bono con mayor plazo y uno de los más recientes de CCU, el cual es el bono de serie J, este bono según la memoria anual del año 2019 tenía una tasa de colocación de 2,85%, esta tasa fue ajustada restando la tasa libre de riesgo (BCU 20 años) del día de la emisión (30 de Junio de 2018), la cual es 2,12%, generando un spread de 0,73%, esto se suma al promedio de la tasa libre de riesgo calculada anteriormente, siendo para el 31 de diciembre del 2020 un valor de 0,93% lo que genera un tasa de mercado para el bono de 1,66%. Se decide, ocupar la tasa de este bono a diferencia de los bonos serie L, M o D (colocados en junio 2020), ya que se considera un bono más representativo a largo plazo de CCU, el cual estaría reflejando de una mejor manera el costo de la empresa al obtener financiamiento financiero para futuras inversiones o proyectos, sumado a lo anterior se considera que el año 2018 es un año sin condiciones anormales en el mercado que podrían haber afectado las tasas como si fue el año 2020 con la pandemia. Con este costo de la deuda de 1,66% se puede obtener el beta de la deuda mediante CAPM, resultando:

$$B_b = \frac{K_b - r_f}{PRM} = \frac{1,66\% - 0,93\%}{6,21\%} = 0,1176$$

Generando un beta de la deuda ( $B_b$ ) de 0,1175. Como se mencionó anteriormente se utilizará el beta de la acción obtenido de la regresión para diciembre 2020 el cual corresponde a 0,7595 pero a este se le realizará el ajuste de Blume multiplicado por 0,67 y sumado por 0,33, quedando finalmente un beta ajustado de la acción de 0,838.

$$beta\ ajustado = b_{2020} * 0,67 + 0,33 = 0,7595 * 0,67 + 0,33 = 0,838$$

Con el beta ajustado de la acción se ocupó la fórmula de Rubinstein para obtener el beta des apalancado, es decir, el beta patrimonial sin deuda ( $B_s/d$ ):

$$B_{c/d} = B_{s/d} \left( 1 + (1 - tc) * \frac{B}{P} \right) - B_b * \frac{B}{P} * (1 - tc)$$

Reemplazando con los datos mencionados anteriormente y con la estructura de vigente en el periodo de estimación del beta (últimos dos años) ( $B/P=19,49\%$ ).

$$0,838 = \frac{B_s}{\bar{d}} * (1 + (1 - 0,27) * 0,1949) - 0,1176 * 0,1949 * (1 - 0,27)$$

Despejando obtenemos un valor del beta des apalancado de  $\frac{B_s}{\bar{d}} = 0,749$ .

Al obtener este beta patrimonial sin deuda aplicando la misma fórmula de Rubinstein se puede apalancar el beta obteniendo el beta patrimonial con deuda considerando la estructura de capital historia obtenida anteriormente (años 2015 a 2018), por lo que reemplazando en Rubinstein se obtiene:

$$\frac{B_c}{\bar{d}} = 0,749 * (1 + (1 - 0,27) * 7,54\%) - 0,1176 * 7,54\% * (1 - 0,27)$$

Despejando se obtiene el beta patrimonial con deuda de  $\frac{B_c}{\bar{d}} = 0,784$

Al obtener el beta patrimonial con deuda o apalancado se puede estimar el costo patrimonial ( $k_p$ ) para posteriormente obtener el costo de capital de CCU, de esta forma se utiliza CAPM como se detalla y reemplaza a continuación.

$$K_p = rf + \beta_{c/d} * PRM$$

$$K_p = 0,93\% + 0,784 * 6,21\%$$

$$K_p = 0,0579 (5,79\%)$$

Al obtener el costo patrimonial ( $k_p$ ) y los otros datos obtenidos se procede a calcular el costo de capital ( $k_{wacc}$ ) de CCU, quedando finalmente:

$$K_{wacc} = k_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - tc) * \frac{B}{V}$$

$$K_{wacc} = 0,0579 * 93,0\% + 1,66\% * (1 - 0,27) * 7,0\%$$

$$K_{wacc} = 0,0548 (5,48\%)$$

## Parte 3: Análisis de estados financieros y proyección de EERR

### 3.1 Análisis operacional del Negocio e Industria

#### 3.1.1 Estados financieros

Los estados financieros de la empresa CCU utilizados fueron obtenidos de las Memorias anuales correspondientes, desde diciembre 2015 hasta diciembre 2020, estos fueron convertidos al valor UF de cada año para hacer estos números comparables. El balance general se puede encontrar en el **Anexo 19** y el estado de resultados en el **Anexo 20**. En esta sección se analizarán los estados financieros, pero separándolos en los tres segmentos anteriormente mencionados; Chile, Negocios Internacionales y Vinos.

Con respecto a la industria como se mencionó al comienzo del informe se define como empresas dedicadas a la venta y distribución de bebidas alcohólicas dentro de Chile, siendo este el core del negocio de la empresa CCU (67% de sus ingresos provienen de productos alcohólicos), de esta forma para realizar el análisis de la industria se consideran datos de la página oficial de Euromonitor y de las comparables definidas anteriormente, siendo la compañía Ab InBev, Viña Concha y Toro y Viña Santa Rita, los estados financieros fueron obtenidos directamente de la CMF y de la página oficial de cada empresa durante los años 2015 a 2020.

#### 3.1.2 Análisis de crecimiento

##### 3.1.2.1 Crecimiento de la empresa

CCU clasifica sus negocios en tres segmentos; Chile, Negocios Internacionales y Vinos. Los cuales se diferencian, por ubicación geográfica y/o mix de productos. En la siguiente tabla se detallan las tasas de crecimiento reales de sus ventas separadas por años, para el periodo entre los años 2015 y 2020.

*Cuadro 29: Ingresos por unidad de negocio (UF; 2015-2020)*

| Chile                |            |            |            |            |            |            |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| año                  | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       |
| Ingresos UF          | 34.561.103 | 36.937.204 | 38.178.706 | 39.214.332 | 40.058.320 | 41.561.142 |
| %crecimiento         |            | 6,9%       | 3,4%       | 2,7%       | 2,2%       | 3,8%       |
| Neg. Internacionales |            |            |            |            |            |            |
| año                  | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       |
| Ingresos UF          | 15.609.256 | 13.920.538 | 17.099.443 | 17.194.240 | 15.975.578 | 13.454.449 |
| %crecimiento         |            | -10,8%     | 22,8%      | 0,6%       | -7,1%      | -15,8%     |
| Vinos                |            |            |            |            |            |            |
| año                  | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       |
| Ingresos UF          | 7.185.942  | 7.413.178  | 7.497.469  | 7.302.739  | 7.178.778  | 7.680.467  |
| %crecimiento         |            | 3,2%       | 1,1%       | -2,6%      | -1,7%      | 7,0%       |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.*

Como se puede apreciar, Chile es el segmento con mayores ingresos dentro de las unidades de negocio, manteniendo un crecimiento positivo durante todos los años de estudio con su mayor aumento en el año 2016 creciendo un 6,9% respecto a su año anterior, si consideramos el aumento que tuvo en estos seis años se puede observar un aumento del 20,3%, desde \$34.561 millones en el año 2015 a \$41.561 millones en el 2020. Los negocios internacionales tuvieron un comportamiento

más inestable presentando aumentos de 22,8% en el año 2017 respecto a su año anterior, pero con tres periodos de caídas, siendo el año 2016, 2019 y 2020, con un 10,8%, 7,1% y 15,8% respectivamente. Por último, la unidad de negocios de Vinos presentó dos periodos de decrecimiento en las ventas durante 2018 y 2019, disminuyendo un 2,6% y 1,7% pero seguido de un aumento en el año 2020 donde se presentaron las ventas más altas del periodo de análisis finalizando el año con \$7.680 millones.

### 3.1.2.2 Crecimiento de la industria

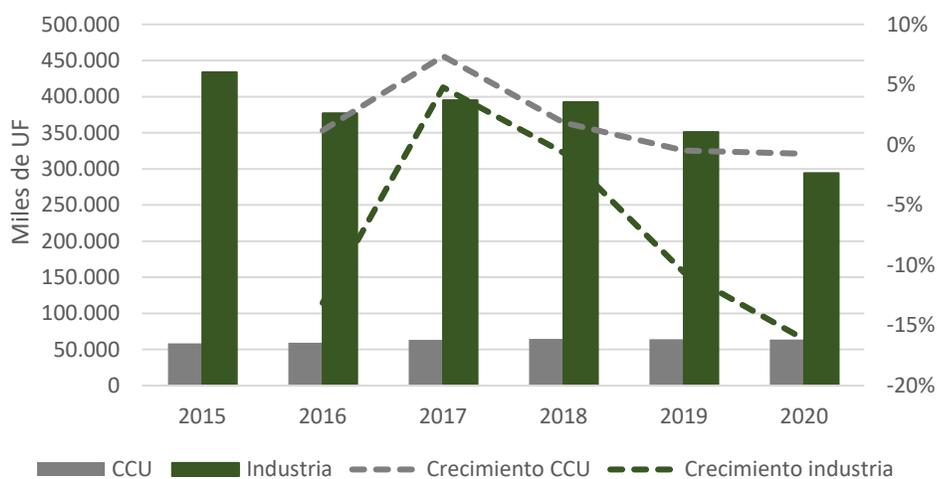
*Cuadro 30: Ingresos empresas de la industria definida (UF; 2015-2020)*

| Miles UF                     | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Ab Inbev</b>              | 1.203.431      | 1.152.765      | 1.298.807      | 1.338.619      | 1.376.379      | 1.146.999      |
| <b>Ab Inbev (latam)</b>      | 344.630        | 286.463        | 302.312        | 299.139        | 257.501        | 197.980        |
| <b>Viña concho y toro</b>    | 24.823         | 24.990         | 22.947         | 22.279         | 23.207         | 26.455         |
| <b>Viña Santa rita</b>       | 6.032          | 6.310          | 6.125          | 6.192          | 5.686          | 5.802          |
| <b>Industria</b>             | <b>433.949</b> | <b>376.929</b> | <b>394.906</b> | <b>392.302</b> | <b>350.772</b> | <b>294.137</b> |
| <b>Crecimiento industria</b> |                | -13,14%        | 4,77%          | -0,66%         | -10,59%        | -16,15%        |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU, Ab Inbev, Viña Concha y Toro y Viña Santa Rita.*

Con respecto a la industria, se incluyó como se mencionó con anterioridad a las viñas Concha y Toro, Viña Santa Rita y a la empresa Ab Inbev, de la cual solo se posee información pública de su conglomerado y de sus ventas en Latinoamérica en general, considerando este último en el análisis, representando del total de la industria analizada un 67%, CCU un 22%, Viña Concha y Toro un 9% y Viña Santa Rita un 2% del total de ventas.

*Cuadro 31: Ingresos CCU en comparación con la industria y sus crecimientos (MUF; 2015-2020)*



*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU, Ab Inbev, Viña Concha y Toro y Viña Santa Rita.*

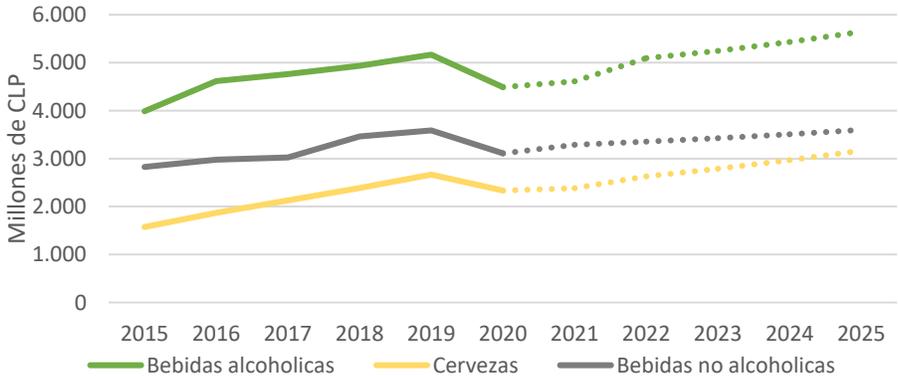
Como se observa en el gráfico anterior, la industria de bebidas alcohólicas en Chile, presentó un aumento del 4,7% en el año 2017, llegando a un total de UF 394,9 millones, el resto de los periodos presentó bajas en sus niveles de ventas, viéndose fuertemente influenciado por las disminuciones de Ab Inbev en los mismo periodos, siendo el decrecimiento más pronunciado para la industria el año 2020, el cual representó una baja de 16,2% con respecto al año anterior, disminuyendo desde UF 350,7 millones a UF 294,1 millones, por otro lado para CCU se pueden apreciar cambios más positivos durante el periodo de análisis pero al igual que la industria presentó disminuciones en los últimos dos años, aunque menores que la suma de las empresas, siendo estas bajas de 0,48% en 2019 y de 0,74% en 2020 para nuestra empresa de análisis.

3.1.2.3 Perspectiva de crecimiento

La perspectiva de crecimiento de la industria de bebidas alcohólicas se realizó en base a los datos oficiales de Euromonitor, los cuales presentaron un aumento de 18,5% en litros de ventas para Chile entre los años 2015 y 2020, sin embargo, el último año presentó una disminución en las ventas de 3,98% decayendo de los litros de ventas más altos obtenidos, 1.337,5 millones litros en 2019 a 1.284 millones de litros en 2020, atribuible a efectos de la pandemia. Con respecto a las ventas en pesos chilenos, se aprecia una tendencia similar aumentando sus ventas en 12,6% durante 2015 y 2020, presentando una única disminución en el periodo durante 2020 de un 13,1%, cayendo de MM\$ 5.167,9 en 2019 a MM\$ 4.491,2 en 2020.

Con respecto al crecimiento de los años siguientes según Euromonitor, se espera una estabilización en las ventas desde el año 2022, presentando una pequeña disminución en 2021 de 0,06% respecto al año anterior, teniendo una proyección de venta de 1.283 millones de litros, desde el año 2022 se presentarán constantes aumentos hasta el año 2025, siendo este año el con mayor aumento de un 7,3%, llegando a niveles aproximados de 1.493,7 millones de litros. Por otro lado, desde el año 2023 ya se espera que las ventas superen al año 2019, tanto en litros como en millones de pesos vendidos, dejando los efectos que podrían haber producido la pandemia, todo esto considerando que las restricciones se hayan acabado. Con respecto a la industria de las cervezas, siendo este el principal producto de CCU dentro de las bebidas alcohólicas, se espera una conducta similar, siendo la verdadera recuperación desde el año 2022, esperando ya para el año 2023 presentar ventas mayores al año 2019.

*Cuadro 32: Proyección industria bebidas alcohólicas, no alcohólicas y cervezas en Chile por Millones de pesos. (Euromonitor) (2015-2025)*



Fuente: Elaboración propia con datos de oficiales del informe Euromonitor sobre la industria de bebidas alcohólicas.

En temas contextuales, la escalonada reapertura de la pandemia comenzó en septiembre de 2020, a la espera de que el mercado alcohólico de las bebidas en Chile comenzará en una trayectoria de volver al crecimiento, aunque las ventas de levantamiento en términos totales del volumen serán consideradas solamente otra vez en 2022. A pesar de la campaña total de la vacunación y la reapertura de los lugares del servicio de alimentación para el consumo de local en forma paulatina, las restricciones que sigue habiendo en lugar continuarán afectando consumidores en 2021, que verá una declinación mucho más pequeña, solamente una caída en ventas, sin embargo.

Con respecto al consumo de cerveza en Chile, este ha mantenido un comportamiento alcista de forma constante en los últimos 15 años (Icex, 2018), más específicamente, en el año 2014 se vendieron 748 millones de litros en el país, mientras que para el 2019 la cifra aumentó a los 997 millones (El mostrador, 2020), vale decir, en aquel periodo la industria experimentó un incremento del 33% en sus volúmenes de venta. Euromonitor nos entrega los datos de las ventas con respecto a la industria de bebidas alcohólicas en los cuales se puede apreciar una disminución de en los litros vendidos en Chile

### 3.1.3 Análisis de costos y gastos de operación

Los costos de operación para CCU 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. Estos costos incluyen, entre sus principales, los costos de materias primas, costo de envasado, costos de la mano de obra del personal de producción, la depreciación de los activos relacionados a la producción, los pagos por licencias y los costos de mantenimiento de plantas y equipos. (CCU, 2020).

*Cuadro 33: Análisis de costos y gastos de operación por unidad de negocio (UF; 2015-2020).*

| Chile   |            |            |            |            |            |            |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| UF  | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       |
| <b>Costos de operación</b>  | 16.051.111 | 17.881.890 | 18.087.835 | 18.183.979 | 19.076.280 | 21.537.391 |
| <b>Gastos de comercialización, distribución y administración.</b> | 13.398.078 | 14.172.162 | 14.331.339 | 14.773.488 | 15.156.979 | 15.260.809 |
| <b>Depreciación-amortización</b>                                  | 2.212.286  | 2.343.134  | 2.423.950  | 2.290.840  | 2.342.001  | 2.411.612  |
| Negocios Internacionales  |            |            |            |            |            |            |
| UF  | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       |
| <b>Costos de operación</b>  | 6.346.903  | 5.977.139  | 7.120.893  | 8.346.164  | 8.791.291  | 7.900.469  |
| <b>Gastos de comercialización, distribución y administración.</b> | 8.431.767  | 7.264.826  | 8.428.261  | 7.639.591  | 7.423.389  | 6.515.964  |
| <b>Depreciación-amortización</b>                                  | 559.303    | 452.737    | 582.288    | 718.235    | 956.475    | 878.971    |

| UF  | Vinos     |           |           |           |           |           |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|   | 2015      | 2016      | 2017      | 2018      | 2019      | 2020      |
| <b>Costos de operación</b>  | 4.134.219 | 4.286.411 | 4.721.808 | 4.834.673 | 4.548.360 | 4.799.139 |
| <b>Gastos de comercialización, distribución y administración.</b> | 1.992.669 | 1.973.855 | 2.017.535 | 1.901.222 | 1.963.827 | 2.228.759 |
| <b>Depreciación-amortización</b>                                  | 295.328   | 268.668   | 280.719   | 287.857   | 347.092   | 398.184   |

*Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales CCU.*

El Segmento de operación Chile registró un crecimiento del 12,9% en costo de ventas con respecto al año anterior impulsado por mayores costos de fabricación y un efecto mix entre categorías, según la memoria anual. En el Segmento de operación Negocios Internacionales, el Costo de ventas disminuyó 10,1% con respecto al año 2019, explicado principalmente por efectos de conversión en Argentina, aplicando la contabilidad hiperinflacionaria, y por mayores costos indexados al dólar, explicados en gran parte por la devaluación de 40,5% del peso argentino frente al dólar, y el impacto de la inflación. En el Segmento de operación Vinos, el Costo de ventas creció 5,51%, explicado por un mayor costo del vino, el que sigue reflejando una cosecha más débil en el 2020.

Los gastos de comercialización, distribución y administración en el Segmento de operación Chile, se expandieron un 0,69%, en el Segmento de operación Negocios Internacionales los gastos disminuyeron 12,22% y en el Segmento de operación Vinos aumentaron 13,49%, principalmente debido a mayores gastos temporales de marketing. En consolidado, se puede apreciar que se mantuvieron estables, pero disminuyeron su porcentaje de significancia con respecto a los ingresos, debido a iniciativas de control de gastos impulsadas por el programa de *ExCCelencia CCU* impulsado por efectos de la pandemia.

Desde el año 2015 hasta el año 2020 observamos un crecimiento en los costos de ventas de todas las unidades de negocio, siendo el mayor aumento para el caso de Chile con un 34,18%, pasando de MUF 16.051 a MUF 21.537, el caso de Negocios Internacionales aumento un 24,5% desde MUF 6.346 a MUF 7.900 y el segmento de Vinos presento un aumento en los costos de 16,1% llegando a MUF 4.799 en 2020. Los gastos de administración y ventas para los mismos años en los segmentos fueron de un aumento de 13,9%, para el caso de Chile, una disminución de un 22,7% para el caso de Negocios Internacionales y un aumento del 11,9% para el caso del segmento Vinos.

Adicionalmente, se observa que la depreciación y amortización presento un aumento promedio anual de 1,82% para el caso del segmento de Chile, de 11,6% para el caso de Negocios Internacionales y de 6,7% para el caso de Vinos.

#### 3.1.4 Análisis de cuentas no operacionales

Se analizó en detalle el estado de resultados, disponible en el **anexo 20**, para observar cuales cuentas no operacionales representan durante todo este periodo de análisis un porcentaje de los ingresos significativo y recurrente y cuáles no.

En primer lugar, se analizaron los costos financieros que representan en promedio el 1,4% de los ingresos (siendo en promedio UF 899.599), estos costos financieros representan los intereses

pagados y devengados que corresponden a préstamos y obligaciones utilizadas en el financiamiento, es una cuenta recurrente dentro del estado de resultados ya que en todos los periodos tiene valores sobre UF 770.000.

Otras cuentas que llamaron la atención durante el periodo analizado sería la cuenta de ingresos financieros en 2018-2019 la cual aumentó su importancia desde 0,3% en 2017 a 0,89% y 0,72% para 2018 y 2019, donde pasó de UF 188.481 en 2017 a UF 572.973 y UF 463.358 para 2018 y 2019 respectivamente, sin embargo, no es recurrente. ya que solo se produjo en estos dos años por buenos resultados en inversiones, siendo para el año 2020 volvió a representar un 0,19%.

Al igual que los ingresos financieros, nos encontramos con un aumento en el año 2019 para la cuenta de "Participación en utilidad de asociadas y negocios conjuntos " donde el año 2019 paso de 0,61% a representar el 0,9% de los ingresos, al analizar con las cifras vemos que esta cuenta en forma negativa pasó desde UF 392.353 en el 2018 a UF 580.424, al año 2019, esto tampoco es recurrente ya que se debió principalmente a pérdidas ocasionadas a la participación en la Central cervecera de Colombia donde pasó de representar M\$11.804.950 en 2018 a M\$8.755.448 en 2019.

Con respecto a las diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste, estos por definición en la empresa no sería recurrentes, de esta forma CCU no tiene cuentas no operacionales recurrentes, excepto los costos financieros.

*Cuadro 34: Recurrencia cuentas no operacionales.*

| Cuenta  | Condición     |
|---|---------------|
| Ingresos financieros  | No recurrente |
| costos financieros  | Recurrente    |
| Participación en utilidad de asociadas y negocios conjuntos | No recurrente |
| diferencia de cambio  | No recurrente |
| resultado por unidades de reajuste                          | No recurrente |

### 3.1.5 Análisis de Activos

Dentro del balance nos encontramos con activos operacionales y no operacionales, definiendo como activo operacional a aquel activo que contribuye al flujo de caja libre para la empresa, es decir, que sean esenciales para garantizar ingreso operativo a la compañía.

De esta forma se definieron activos operacionales a las cuentas:

- Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar.
- Inventarios.
- Activos biológicos corrientes
- Propiedades, plantas y equipos.

y se definieron como no operacionales a las cuentas de:

- Otros activos no financieros no corrientes
- Activos por impuestos

- Activos no corrientes mantenidos para la venta
- Inversiones contabilizadas por método de la participación
- Activos intangibles distintos a plusvalía
- Plusvalía
- Propiedades de inversión
- Efectivo y equivalente al efectivo.
- Otros activos financieros corrientes.
- Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes y no corrientes.
- Otros activos financieros no corrientes.

Se analizarán algunos activos no operacionales para entenderlos de una mejor manera, siendo estos:

1) Activos no corrientes mantenidos para la venta:

Los activos no corrientes mantenidos para la venta consisten principalmente en 3, evaluados a diciembre del 2020 en terrenos con M\$ 1.752.783, construcciones con M\$ 359.414 y maquinarias con M\$ 9.130.326

2) Otros activos no financieros no corrientes

Esta cuenta para diciembre 2020 contempla las cuentas de “seguros pagados”, “publicidad”, “anticipo a proveedores”, “gastos anticipados”, “garantías pagadas”, “materiales por consumir” y “dividendos por cobrar”. las que según la memoria anual se definen como:

**Seguros pagados:** Se incorpora bajo este concepto pagos anuales por pólizas de seguro, los cuales se activan para ser amortizados en el período de vigencia del contrato.

**Publicidad:** Corresponde a los contratos de publicidad y promoción relacionados con clientes y proveedores de servicios publicitarios que promueven nuestras marcas. Estos contratos son amortizados en el período de vigencia del contrato.

**Anticipo a proveedores:** Pagos realizados a proveedores principalmente por obras en construcción y compras de propiedades, plantas y equipos.

**Gastos anticipados:** Servicios pagados por anticipado que dan derecho a prestaciones por un período generalmente de 12 meses, se van reflejando contra resultado en la medida que se van devengando.

**Garantías pagadas:** Corresponde al pago inicial por el arrendamiento de bienes exigido por el arrendador, con el fin de dar seguridad en el cumplimiento de las condiciones de contrato pactadas.

**Materiales por consumir:** Refleja las existencias de materiales que corresponden principalmente a insumos de seguridad, vestuario o para uso en las oficinas administrativas, como, por ejemplo: anteojos, guantes, mascarillas, delantales, etc.

**Dividendos por cobrar:** Dividendos por cobrar a asociadas y negocios conjuntos.

### 3) Activos por impuestos

Los activos por impuestos diferidos se componen de cuentas como, “impuestos por recuperar años anteriores”, “Créditos por impuestos de subsidiarias argentinas”, “pago provisionales mensuales” y “los impuestos a la ganancia mínima presunta de subsidiarias argentinas”.

### 4) Inversiones contabilizadas por método de la participación

Según la memoria anual del año 2020, la Compañía registra bajo este rubro sus inversiones en sociedades que califican como negocios conjuntos y asociadas.

El valor proporcional de las inversiones en negocios conjuntos y asociadas es el siguiente: Bebidas Bolivianas S.A., Central Cervecera de Colombia S.A.S., Foods Compañía de Alimentos CCU S.A., Cervecería Austral S.A. Otras sociedades. CCU tiene el 50% de participación en cada negocio conjunto.

### 5) Activos intangibles distintos a plusvalía

Corresponden, principalmente, a las marcas comerciales de los distintos segmentos:

- Chile: Embotelladoras Chilenas Unidas S.A., Compañía Pisquera de Chile S.A., Manantial S.A., y Compañía Cervecería Kunstmann S.A, Cerveceria Szot.
- Negocios Internacionales: CCU Argentina S.A y subsidiarias, Bebidas del Paraguay S.A. y Distribuidora del Paraguay S.A., Mazurel S.A., Coralinda S.A. y Milotur S.A.
- Vinos: Viña San Pedro de Tarapacá S.A.

La Compañía no mantiene en prenda ni tiene restricciones sobre los intangibles.

### 6) Plusvalía

La plusvalía de las inversiones adquiridas en combinaciones de negocios es asignada a la fecha de adquisición a las Unidades Generadoras de Efectivo (UGE) o grupo de UGEs que se espera se beneficien de las sinergias de la combinación de negocios

- Chile: Embotelladoras Chilenas Unidas, Manantial S.A, Compañía pisquera de Chile, Los Huemules, Cerveceria Kunstmann, cervecería Szot.
- Negocios Internacionales: CCU Argentina S.A y subsidiarias, Bebidas del Paraguay S.A. y Distribuidora del Paraguay S.A., Mazurel S.A., Coralinda S.A. y Milotur S.A.
- Vinos: Viña San Pedro de Tarapacá S.A.

La Plusvalía de inversión asignada a las UGEs es sometida a pruebas de deterioro anualmente, o con mayor frecuencia si existen signos de un potencial deterioro. Estos indicios pueden incluir un cambio significativo en el entorno económico que afecta los negocios, nuevas disposiciones legales, indicadores de desempeño operativo o la enajenación de una parte importante de una UGE. La pérdida por deterioro se reconoce por el monto que excede el monto recuperable de la UGE. El valor recuperable de cada UGE es determinado como el mayor entre su valor en uso o valor razonable menos los costos de venta. La administración considera que el enfoque del valor en uso, determinado mediante el modelo de flujos de caja descontados, es el método más fiable para determinar los valores recuperables de las UGE. (CCU, 2020)

## 7) Propiedades de inversión

Bajo propiedades de inversión se incluyen en Chile 17 terrenos, 2 oficinas y 1 departamento mantenidos para propósito de plusvalía, de los cuales 1 departamento se encuentra arrendado. La valorización de mercado de las propiedades de inversión supera el 100% del valor libro. El valor razonable de las propiedades de inversión, que representan el 96% del total de las mismas, asciende a M\$ 11.071.904. (CCU, 2020).

La Administración no ha evidenciado indicios de deterioro respecto del valor de las propiedades de inversión, la Compañía no mantiene en prenda ni tiene restricciones sobre ítems de propiedades de inversión.

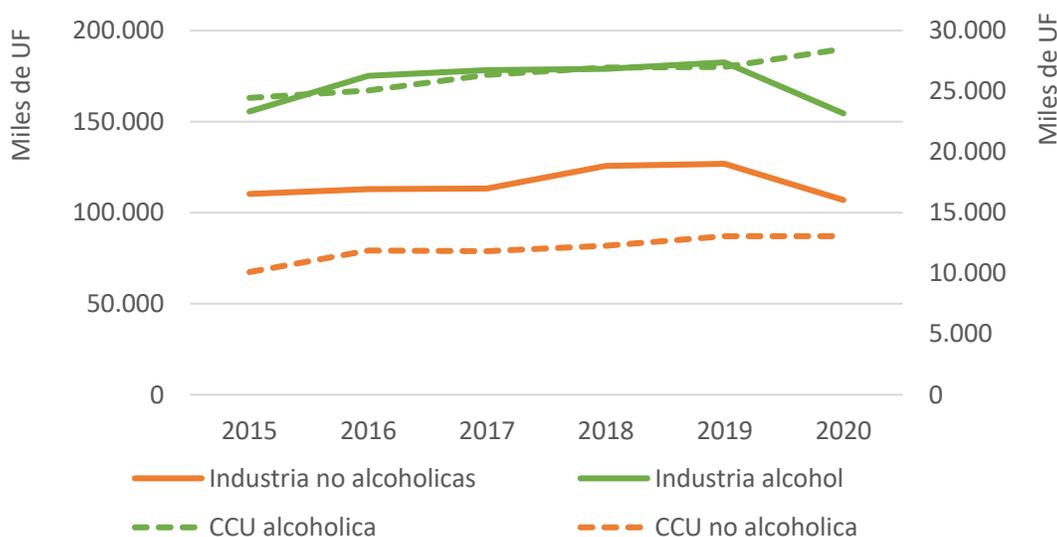
### 3.2 Proyección del Estados de Resultados (EERR)

Para realizar la proyección es importante considerar que CCU divide sus operaciones en 3 segmentos dentro de sus estados financieros, motivo por el cual se realizó una proyección de los ingresos de operación para cada uno de estos. Tal como se ha mencionado con anterioridad, Chile y Negocios Internacionales ofrecen un mix de productos bastante similar, pero en distintos mercados. A su vez, el segmento Vinos opera en más 80 países vendiendo bebidas a base de productos vitivinícolas. Finalmente, existe, además, la sección "Otros" que corresponde a los gastos e ingresos de Unidades de Apoyo Corporativo (UAC), bajo Otros se presenta la eliminación de las transacciones realizadas entre segmentos. (Memoria Anual, 2020)

#### 3.2.1 Proyección Ingresos de operación

##### Segmento de operación Chile.

*Cuadro 35: Ingresos por industria y CCU en Chile*

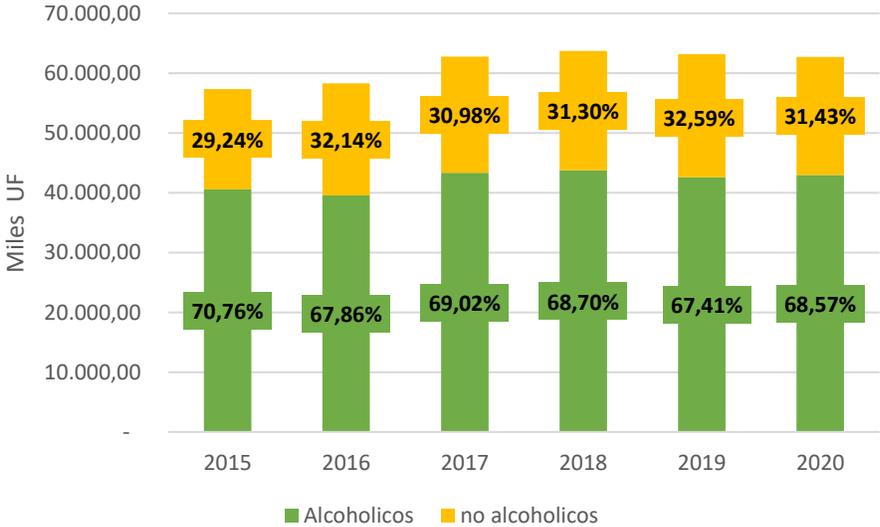


*Fuente: elaboración propia con datos de Euromonitor y Memoria CCU.*

Con respecto al segmento de Chile se analizaron las ventas de ambas industrias tanto de alcohol como de cervezas y se compararon con los ingresos de CCU de su unidad de negocio en Chile, se puede apreciar que las tres variables presentan un comportamiento al alza durante los 6 últimos años, sin embargo, existe una leve diferencia en el año 2020, debido a que la industria tanto de alcohol como la de cerveza presentan una caída, no obstante, como se aprecia en el gráfico las ventas de CCU continuaron con su tendencia al aumento. Pese a esta diferencia de CCU con respecto a su industria en el último año se decidió considerar la proyección desde el año 2021 realizada por Euromonitor, esto principalmente ya que se considera que en este año particular las diferencias y fortalezas de CCU (como la gran importancia en el sector y una amplia experiencia, con aprendizaje de otras crisis afrontadas), le permitieron abordar la pandemia de una mejor manera que algunas empresas de su competencia, sin embargo, se espera que vuelva a comportarse de manera similar a la industria para los siguientes años de proyección como se aprecia en el periodo entre los años 2016 y 2019, en el **anexo 21** se puede encontrar la comparación incluyendo las tasas de crecimiento de las ventas de alcohol de CCU y la industria alcohólica, siendo este el segmento más relevante en CCU.

Por otro lado, para realizar esta proyección más exacta no solo se considerará la industria de bebidas alcohólicas, que representará el 69% de los ingresos proyectados, sino que se dividirá y se agregará el otro 31% en base a las proyecciones de las bebidas analcohólicas, siendo estos porcentajes el promedio del periodo de análisis de las ventas. Además, es importante mencionar que las bebidas no alcohólicas presentaron un comportamiento más plano y con menos crecimiento que las bebidas alcohólicas, la comparación entre la industria con cada segmento durante los últimos cinco años (alcohólico y no alcohólico) de CCU se encuentra en el **anexo 22**.

Cuadro 36: Ingresos por tipo de producto en CCU.

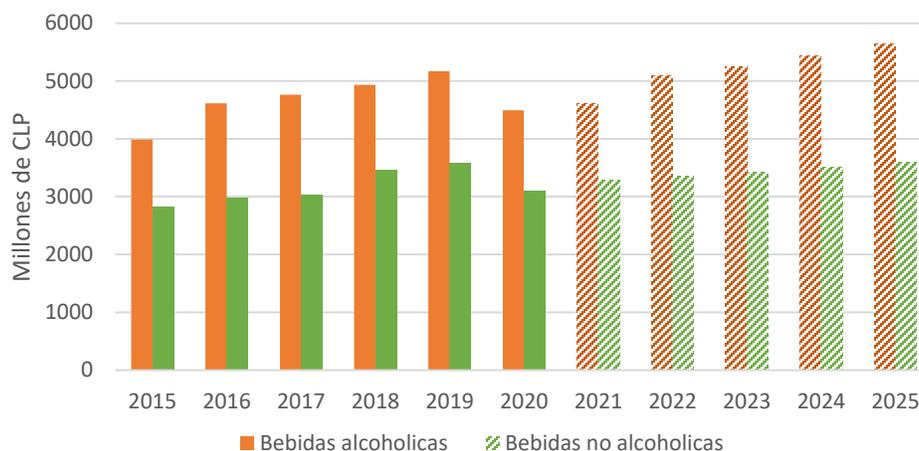


Fuente: elaboración propia con datos de la Memoria CCU.

De manera adicional es importante considerar cuanto representan las ventas de CCU con respecto a su industria, es decir, su participación de mercado, para el caso de las ventas de bebidas alcohólicas solo en el segmento de Chile en promedio genera el 15% con respecto a su industria, con un valor de 14,2% en el año 2020. Por otro lado, las bebidas analcohólicas representaron un

11,8% en promedio durante los años de análisis<sup>6</sup>. En el siguiente grafico se presentan las proyecciones de Euromonitor, de las cuales se extrajeron las tasas de crecimiento esperadas para los próximos cinco años.

*Cuadro 37: Desempeño y proyección de industria (Euromonitor; 2015-2025)*



*Fuente: elaboración propia con datos de Euromonitor*

Tasa de crecimiento reales esperadas por Euromonitor<sup>7</sup>.

|                               | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Bebidas alcohólicas</b>    | -1,03% | 5,39%  | -0,22% | 0,34%  | 0,72%  |
| <b>Bebidas no alcohólicas</b> | 2,07%  | -3,09% | -1,06% | -0,82% | -0,57% |

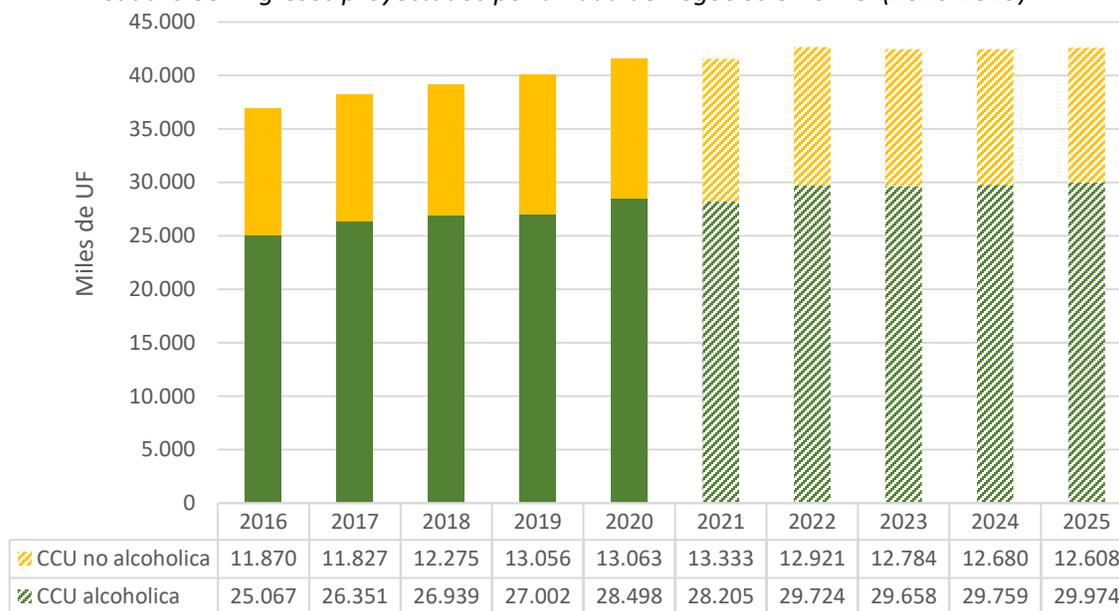
De esta forma la proyección de los ingresos de CCU en Chile se realizó en base a los movimientos de la industria considerando los dos segmentos de bebidas mencionados de manera ponderada, esto genera un leve decrecimiento de 0,06% para el año 2021 respecto a los MUF 41.561 obtenidos en 2020, además, se espera que en el año 2022 la pandemia cese al igual que sus restricciones por lo que se proyecta un repunte con respecto al año 2021, creciendo un 2,7%, por último, desde el año 2023 en adelante se espera que las ventas de la empresa CCU presenten leves cambios, disminuyendo en los años 2023 y 2024 un 0,48% y 0,01%, respectivamente, para luego presentar un aumento en 0,34%, alcanzando para este último año los MUF 42.582 de ingresos en Chile.

Separando el comportamiento por cada unidad de negocio, se aprecia que, para el caso de las bebidas alcohólicas, se espera un aumento de 5,2% entre 2020 y 2025, sin embargo, para el caso de las bebidas analcohólicas se espera un decrecimiento de sus ventas de un 3,5%, influenciado principalmente por la baja proyectada en el año 2022 de este segmento. Al comparar los aumentos obtenidos entre los años 2015 y 2020 se observa un comportamiento diferente donde el segmento alcohólico de CCU obtuvo un crecimiento de 16,5% y para el caso de las bebidas analcohólicas se aprecia un crecimiento de 29,2%.

<sup>6</sup> Según CCU en su memoria anual 2020 realizando un promedio ponderado de todas sus categorías en donde participa la empresa, genera una participación de mercado total de 29,8%.

<sup>7</sup> Tasas nominales descontadas por la tasa de inflación proyectada del banco central obtenidas del informe de política monetaria a septiembre 2021.

**Cuadro 38: Ingresos proyectados por unidad de negocios en Chile. (2016-2025)**



*Fuente: elaboración propia con datos de Euromonitor, memorias de CCU y cálculos propios.*

La estimación realizada anteriormente en base al comportamiento esperado de la industria nos permite acercarnos de una buena manera a los efectos de la pandemia y a la recuperación esperada de esta en los siguientes años, sin embargo, en este segmento de negocio (Chile), resulta importante mencionar y considerar que su principal competidor dentro de la industria de bebidas alcohólicas se fusionará con el principal competidor en las ventas de bebidas analcohólicas, conformando una alianza estratégica entre Ab Inbev Chile y Coca Cola Chile, el acuerdo es principalmente para la distribución de las bebidas y será por cinco años, este hecho podría afectar el crecimiento y participación de mercado de la empresa por lo que hace relevante poder considerar este efecto en la proyección y posterior obtención del precio de la acción, debido a que aunque se espera que CCU no pierda su liderazgo y/o posición en la industria, afectaría sus flujos.

Para poder valorar este efecto en CCU, dado que la proyección anterior no incorpora las expectativas del mercado con respecto a la alianza, se decide disminuir el crecimiento en las ventas lo cual llevará a un castigo en los flujos de caja. Para ello supondremos que el impacto se ve reflejado en el cambio del precio de la acción que se produjo una semana antes de que el contrato entre las dos empresas de su competencia entrara en vigencia (1 de noviembre 2020), donde CCU alcanza un mínimo histórico en su precio de la acción cercano a \$ 4.250, es decir, para efectos de la valoración se consideró la baja producida desde el 23 de octubre 2020 (\$ 4.795) al 2 de noviembre 2020 (\$4.250), representando el ajuste realizado por el mercado en un 11,4%. Se decide considerar el total del efecto en el mercado en los flujos dado que no se puede separar en relación al ingreso por venta cuanto se debe a precio y cuanto, a volumen de venta por falta de información públicamente disponible, dejando finalmente los ingresos del segmento de operación en Chile como se detallan en el cuadro 39. Además, se supondrá que esta fusión sólo impacta los resultados de las operaciones en Chile.

Cuadro 39: Proyección ingresos del segmento negocio Chile ajustados.

| Miles de UF       | 2019                      | 2020   | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          |
|-------------------|---------------------------|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| CCU alcohólica    | 27.002                    | 28.498 | 28.205        | 29.724        | 29.658        | 29.759        | 29.974        |
| CCU no alcohólica | 13.056                    | 13.063 | 13.333        | 12.921        | 12.784        | 12.680        | 12.608        |
| CCU Chile         | 40.058                    | 41.561 | 41.538        | 42.644        | 42.442        | 42.438        | 42.582        |
|                   | <b>ajustado por 11,4%</b> |        | <b>36.816</b> | <b>37.797</b> | <b>37.618</b> | <b>37.615</b> | <b>37.742</b> |

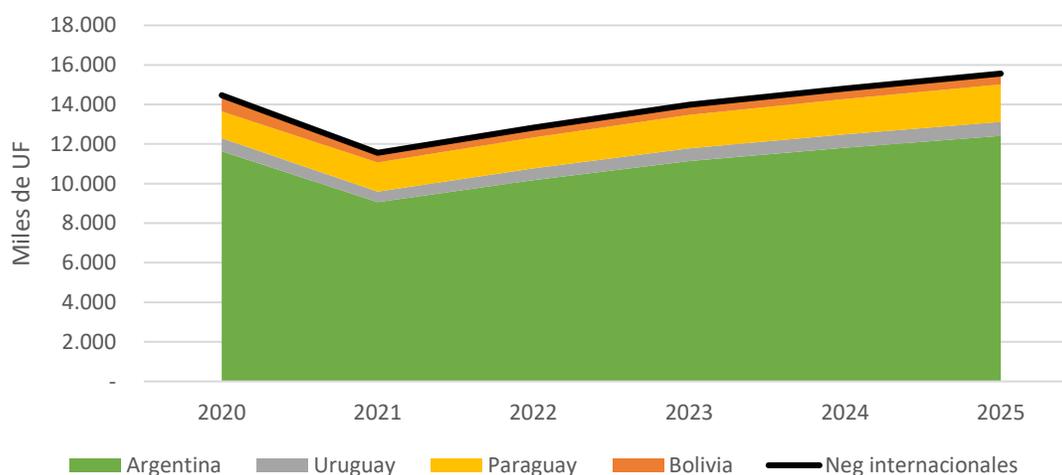
Fuente: elaboración propia.

#### Segmento de operación Negocios internacionales.

Para proyectar los ingresos del segmento de negocios internacionales se utilizó, al igual que en el caso del segmento chileno, las proyecciones utilizadas por Euromonitor, para este caso, se realizaron los cálculos respectivos de cuanto representaba en promedio cada país de los ingresos obtenidos en los negocios internacionales según los estados financieros, Argentina tiene un peso promedio de 83,23%, Uruguay un peso de 3,97%, Paraguay de 9,32% y Bolivia de 4,34%.

De esta forma se recopilieron las proyecciones de la industria alcohólica de cada uno de los países en los que CCU posee ventas y se llevaron a valores reales en UF en base al tipo de cambio manteniendo fijo el ultimo tipo de cambio observado para diciembre 2020 y pasando estos datos a UF donde a los años proyectados se le descontó la inflación proyectada del Banco Central de Chile en el informe de política monetaria, bajo el supuesto que el tipo de cambio (dejado constante) incluyera el efecto inflación entre países, para aplicar estos flujos proyectados de la industria en base a la participación de las ventas de la empresa, siendo para Argentina un 6,8%, Uruguay un 1,7%, Paraguay un 3,5% y Bolivia un 1,3% resultando la proyección que se puede ver en el cuadro 40.

Cuadro 40: Proyección ingresos del segmento negocio internacional.



Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU y Euromonitor.

De esta manera se puede apreciar que en los ingresos proyectados se presenta un decrecimiento en el año 2021 respecto a 2020, presentando un periodo afectado por la crisis económica provocada

por la pandemia, luego desde el año 2022 se espera una recuperación, que cobra sentido con un cese y una superación de la crisis sanitaria, superando en el año 2024 a los ingresos presentados en 2020. En el año 2022 se aprecia una recuperación con respecto año más afectado por la pandemia según la proyección, presentando un crecimiento de 10,9% influenciado principalmente por Argentina con un aumento de 12,4% y Uruguay con un 9,8%, luego en el año 2024 se estará cerca de los ingresos obtenidos en el año 2020, aumentando 9,04% con respecto al año anterior para finalizar en el año 2025 con MUF 15.563. Los valores proyectados de cada unidad de negocio se presentan en la siguiente tabla:

| <b>Miles de UF</b>         | <b>2020</b>      | <b>2021</b>      | <b>2022</b>      | <b>2023</b>      | <b>2024</b>      | <b>2025</b>      |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Argentina</b>           | 11.634           | 9.061,21         | 10.180,32        | 11.142,87        | 11.808,65        | 12.412,76        |
| <b>Uruguay</b>             | 670              | 533,64           | 585,71           | 636,85           | 673,24           | 709,09           |
| <b>Paraguay</b>            | 1.350            | 1.477,12         | 1.569,21         | 1.692,11         | 1.792,93         | 1.897,12         |
| <b>Bolivia</b>             | 821              | 484,46           | 485,02           | 507,52           | 523,47           | 543,57           |
| <b>Neg internacionales</b> | <b>14.475,36</b> | <b>11.556,42</b> | <b>12.820,25</b> | <b>13.979,35</b> | <b>14.798,28</b> | <b>15.562,54</b> |

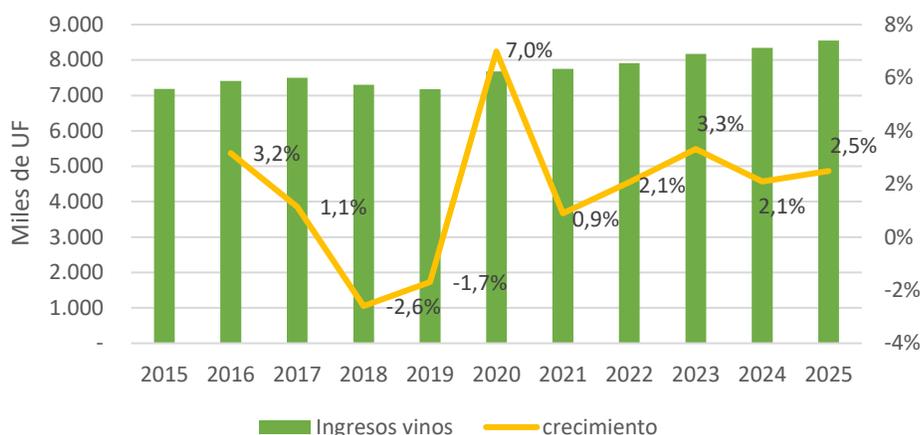
*Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU y Euromonitor.*

En este segmento debido a la pandemia se han provocado diversos problemas en cada uno de los países, dentro de estas dificultades se encuentran problemas logísticos como aumentos en los costos, demoras y/o dificultades en el transporte junto con obstáculos en la distribución de los productos o materias primas necesarias en la producción, por lo tanto resulta importante mencionar que estos efectos están incluidos en la valoración mediante la recopilación de datos dentro de las proyecciones realizadas por Euromonitor.

#### Segmento de Vinos y otros ingresos.

Para realizar la proyección de vinos dado que esta unidad de negocios registra operaciones en más de 80 países a nivel mundial, con diferentes características en sus mercados, se calculó un promedio móvil de las tasas de crecimiento de los ingresos provenientes de las ventas de este segmento, vale decir, se proyectó un crecimiento esperado de las ventas en función de la tasa promedio móvil histórica de los tres años anteriores. Como resultado y según lo esperado las ventas de Vinos deberían permanecer relativamente constantes, durante el periodo entre 2021 y 2025, con crecimientos entre los 0,9% y 3,3% para el año 2021 y 2023 respectivamente.

Cuadro 41: Proyección ingresos del segmento vinos.



Fuente: elaboración propia con datos de las memorias y estados financieros de la empresa CCU.

Esta proyección muestra un crecimiento bajo en las ventas para el año 2021 de un 0,9%, esto considerando que el año 2020 fue un año con las ventas más altas del periodo de análisis, presentando un aumento de un 7% con respecto al año 2019, de forma que los periodos desde el año 2022 comienzan a tener aumentos y mayores ventas que las obtenidas en los años anteriores a 2020, llegando al año 2025 con ventas aproximadas de MUF 8.550 millones.

Con respecto al segmento otros, este se mantendrá constante con el promedio de los tres últimos años de análisis debido a que como se mencionó anteriormente consisten en gastos e ingresos de Unidades de Apoyo Corporativo (UAC).

#### Ingresos Consolidados.

Con todo esto los ingresos de la empresa CCU proyectados quedaron de la siguiente manera:

Cuadro 42: Proyección ingresos consolidados de CCU por unidad de negocio.

| Miles de UF           | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Chile                 | 36.816        | 37.797        | 37.618        | 37.615        | 37.742        |
| Neg Internacionales   | 11.556        | 12.820        | 13.979        | 14.798        | 15.563        |
| Vinos                 | 7.749         | 7.909         | 8.172         | 8.343         | 8.550         |
| Otros                 | 1.236         | 1.326         | 1.301         | 1.281         | 1.314         |
| <b>Total ingresos</b> | <b>57.358</b> | <b>59.853</b> | <b>61.069</b> | <b>62.037</b> | <b>63.169</b> |

Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU y Euromonitor.

En base a las proyecciones realizadas se observa una disminución en el año 2021 de 10,2% respecto a 2020 sin embargo, luego se presentan crecimientos en las ventas, generando un aumento de 4,4% en 2022 con respecto al año anterior, lo cual podría ser explicado principalmente por el término de la pandemia y la recuperación económica que se espera, y luego se espera que se generen alzas promedio alrededor de 1,8% de manera anual hasta el 2025. La unidad de negocio que más ingresos generará seguirá siendo Chile con un 61,8% de participación, seguido por Negocios internacional con un 22,6% y finalmente Vinos con un 13,4%, el detalle de las tasas de crecimiento de cada una de las unidades de negocio en los años proyectados se puede apreciar en el gráfico del **anexo 23**.

### 3.2.2 Proyección de Costos de Operación

#### Costos de ventas:

Para el caso de los costos de ventas se realizó mediante un supuesto que representarían el 50,3% de los ingresos, esto debido a que fue el promedio de lo que representan los costos de venta desde 2018 al 2020, además históricamente la empresa traspasa parte de sus variaciones de costos a los precios de los productos, es decir, las ventas. Se consideraron solamente los últimos tres años debido a que dada las nuevas circunstancias provocada por la pandemia resulta pertinente considerar estos últimos años para visualizar el aumento en los costos que se ha presentado en la empresa, siendo más representativo al futuro.

#### Otros ingresos por función:

Esta cuenta a pesar de estar dentro de las actividades operacionales según el estado de resultados representa cuentas como ventas de activo fijo, venta de vidrio, recuperación de siniestros y término anticipado de licencias, por lo que no corresponden a ingresos que sean consecuencia del modelo de negocio, es por lo que se decidió proyectar de una forma constante, es decir, un valor fijo el cual será representado por el valor obtenido para el año 2019 de UF 797.766.

#### Costos de distribución:

Los costos de distribución tienen una fuerte relación y dependencia con las ventas, es por esto que al igual que los costos de ventas, se proyectaron mediante un porcentaje de los ingresos, este porcentaje fue calculado en base al promedio histórico que representaron en el periodo de 2018-2020 el cual resultó ser de 17,92% de las ventas.

#### Gastos de administración

Los gastos de administración también poseen una relación con las ventas de CCU y de esta forma se procedió a representarlos por el promedio histórico de los años 2015-2020, el que resultó ser de 8,41% de los ingresos. A diferencia de las dos cuentas anteriores proyectadas en base a los ingresos, en los gastos de administración se consideran los 6 años de estudio dado que no ha presentado grandes variaciones con respecto a su representatividad sobre ingresos.

#### Otros gastos por función

Otros gastos por función se componen de cuentas como “costos directos”, “remuneraciones”, “transporte y distribución”, “publicidad y promociones”, “depreciación y amortizaciones”, entre otras, esta cuenta se compone en un 94% de cuentas que dependen de los ingresos, representando en promedio un 13,1% de estos, sin embargo, para poder completar la depreciación y amortizaciones fue necesario poder proyectar la Propiedad, Planta y equipo, para la cual a cada periodo se le sumara la política de inversión que tiene planeada la empresa según su memoria anual y se le restara su depreciación.

La política de inversión de CCU detalla un nivel de inversión, el cual incluye la inversión en reposición con inversión en activo fijo disponible en el **anexo 24**, para poder determinar la inversión en reposición se comparó con las depreciaciones proyectadas e históricas en base a su relación en PPE

y la diferencia se consideró como inversión en activo fijo, de esta forma en primer lugar se muestra la relación de la depreciación y el PPE bruto, como se detalla en la siguiente tabla:

| UF             | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Depreciación   | 3.030.643    | 3.012.208    | 3.114.199    | 3.275.768    | 3.709.684    | 3.463.882    |
| PPE Neto       | 34.049.871   | 34.314.005   | 34.331.911   | 37.048.335   | 38.768.509   | 38.100.539   |
| PPE            | 37.080.515   | 37.326.214   | 37.446.110   | 40.324.104   | 42.478.193   | 41.564.421   |
| <b>DEP/ppe</b> | <b>8,17%</b> | <b>8,07%</b> | <b>8,32%</b> | <b>8,12%</b> | <b>8,73%</b> | <b>8,33%</b> |

*Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU.*

De manera que se proyectó el PPE en base a las inversiones estimadas de la empresa analizada y la depreciación esperada de 8,3% para los años siguientes, se puede apreciar un crecimiento de 12,2% para 2025 en comparación con 2020, con un crecimiento anual esperado de 2,5%, presentando su mayor crecimiento en el año 2021 de 7,3%. Como se observa en la siguiente tabla:

| UF              | 2021              | 2022              | 2023              | 2024              | 2025              |
|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Inv total       | 6.461.881         | 4.675.695         | 3.793.421         | 4.325.785         | 4.325.785         |
| PPE + inv       | 44.562.419        | 45.543.140        | 45.560.269        | 46.108.341        | 46.610.969        |
| depreciación    | -3.694.974        | -3.776.292        | -3.777.713        | -3.823.157        | -3.864.833        |
| <b>PPE neto</b> | <b>40.867.445</b> | <b>41.766.848</b> | <b>41.782.556</b> | <b>42.285.184</b> | <b>42.746.135</b> |

*Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU.*

Resultando un detalle de las inversiones proyectadas de la siguiente forma:

| UF                        | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025      |
|---------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>inversión total</b>    | 6.461.881 | 4.675.695 | 3.793.421 | 4.325.785 | 4.325.785 |
| <b>Inv en reposición</b>  | 3.694.974 | 3.776.292 | 3.777.713 | 3.823.157 | 3.864.833 |
| <b>Inv en activo fijo</b> | 2.766.906 | 899.403   | 15.708    | 502.628   | 460.952   |

*Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU.*

De esta forma a los “otros gastos por función” se les incluye el 9% de la proyección del PPE, lo que vendría siendo la depreciación estimada para los años siguientes, resultando un promedio ponderado entre el 94% de la cuenta (que se valora con el 13,1% de los ingresos) y el otro 6% de la cuenta proviene de la depreciación.

Otras ganancias (perdidas)

Se compone principalmente de resultados en contratos de derivados, en el valor bursátil en valores negociables, entre otras cuentas, de esta forma al igual que otros ingresos por función se decidió dejar fijo con el promedio de los resultados obtenidos en los últimos cinco años (perdidas por UF 148.038).

En el siguiente cuadro se pueden apreciar las ganancias de actividades operacionales proyectadas en UF para el periodo de los años 2021 y 2025.

Cuadro 43: Proyección utilidades por actividades operacionales.

| EERR   | dic-21<br>UF      | dic-22<br>UF      | dic-23<br>UF      | dic-24<br>UF      | dic-25<br>UF      |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ingresos por ventas                                      | 57.358.205        | 59.853.478        | 61.069.389        | 62.036.919        | 63.168.524        |
| Costos de Ventas   | -28.877.567       | -30.133.838       | -30.746.000       | -31.233.113       | -31.802.831       |
| <b>Margen Bruto</b>                                      | <b>28.480.638</b> | <b>29.719.641</b> | <b>30.323.389</b> | <b>30.803.806</b> | <b>31.365.693</b> |
| Otros Ingresos, por función                              | 797.766           | 797.766           | 797.766           | 797.766           | 797.766           |
| costos de distribución                                   | -10.276.481       | -10.723.542       | -10.941.388       | -11.114.734       | -11.317.476       |
| gastos de administración                                 | -4.821.872        | -5.031.640        | -5.133.857        | -5.215.193        | -5.310.322        |
| otros gastos, por función                                | -7.040.603        | -7.350.069        | -7.502.396        | -7.621.834        | -8.071.172        |
| otras ganancias (Perdidas)                               | -148.038          | -148.038          | -148.038          | -148.038          | -148.038          |
| <b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b> | <b>6.991.410</b>  | <b>7.264.118</b>  | <b>7.395.476</b>  | <b>7.501.773</b>  | <b>7.316.451</b>  |

Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU.

### 3.2.3 Proyección resultado no operacional

Con respecto a las cuentas no operacionales como se describió en la parte 3.1.4, CCU sólo posee como cuenta recurrente a los costos financieros y estos fueron proyectados en base representatividad con respecto a los ingresos histórica de 1,44%, esto debido a que según la compañía los niveles de deuda financiera deberían seguir constantes para los siguientes años, manteniendo su política de bajo endeudamiento. Para el resto que no es un flujo recurrente se proyectaron constantes a partir de 2021, sin embargo, al igual que en las cuentas que se proyectaron constantes anteriormente se calculó un promedio de los últimos cinco años, ya que proyectar el ultimo valor del año 2020 no resulta representativo al ser este un año con sesgo debido principalmente a los efectos provocados por la pandemia. Por último, para el caso de los impuestos estos representarían el 27% de las utilidades.

### 3.2.4 EERR proyectado

Cuadro 44: Estado resultado proyectado.

| EERR  | dic-21<br>UF      | dic-22<br>UF      | dic-23<br>UF      | dic-24<br>UF      | dic-25<br>UF      |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ingresos por ventas   | 57.358.205        | 59.853.478        | 61.069.389        | 62.036.919        | 63.168.524        |
| Costos de Ventas  | -28.877.567       | -30.133.838       | -30.746.000       | -31.233.113       | -31.802.831       |
| <b>Margen Bruto</b>   | <b>28.480.638</b> | <b>29.719.641</b> | <b>30.323.389</b> | <b>30.803.806</b> | <b>31.365.693</b> |
| Otros Ingresos, por función                                 | 797.766           | 797.766           | 797.766           | 797.766           | 797.766           |
| costos de distribución                                      | -10.276.481       | -10.723.542       | -10.941.388       | -11.114.734       | -11.317.476       |
| gastos de administración                                    | -4.821.872        | -5.031.640        | -5.133.857        | -5.215.193        | -5.310.322        |
| otros gastos, por función                                   | -7.040.603        | -7.350.069        | -7.502.396        | -7.621.834        | -8.071.172        |
| otras ganancias (Perdidas)                                  | -148.038          | -148.038          | -148.038          | -148.038          | -148.038          |
| <b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>    | <b>6.991.410</b>  | <b>7.264.118</b>  | <b>7.395.476</b>  | <b>7.501.773</b>  | <b>7.316.451</b>  |
| Ingresos financieros  | 311.909           | 311.909           | 311.909           | 311.909           | 311.909           |
| costos financieros  | -827.419          | -863.414          | -880.954          | -894.911          | -911.235          |
| participación en utilidad de asociadas y negocios conjuntos | -361.492          | -391.582          | -403.217          | -405.390          | -370.383          |
| diferencia de cambio  | -38.172           | -38.172           | -38.172           | -38.172           | -38.172           |
| resultado por unidades de reajuste                          | -73.770           | -73.770           | -73.770           | -73.770           | -73.770           |
| <b>Utilidad (pérdida) antes de impuesto</b>                 | <b>6.002.467</b>  | <b>6.209.089</b>  | <b>6.311.272</b>  | <b>6.401.440</b>  | <b>6.234.800</b>  |
| Impuestos a las ganancias                                   | -1.620.666        | -1.676.454        | -1.704.043        | -1.728.389        | -1.683.396        |
| <b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>                     | <b>4.381.801</b>  | <b>4.532.635</b>  | <b>4.607.229</b>  | <b>4.673.051</b>  | <b>4.551.404</b>  |

Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU.

Como se aprecia en el estado de resultado proyectado la empresa logra recuperar niveles similares de utilidades en los años anteriores a 2020, año donde presento una utilidad de MUF 3.722. Con esto, se espera que desde el año 2021 se obtenga un resultado de la operación sobre los MUF 7.200 y utilidades mayores a MUF 4.500 y que incluso para el año 2025 obtenga un margen bruto superior a los MUF 31.365, aumentando su utilidad del ejercicio a MUF 4.551, siendo esta la utilidad un 22% más alta que la alcanzada por la empresa CCU en el año 2020.

## Parte 4: Valoración de la empresa por flujo de caja descontado, balance general proyectado y análisis financiero.

### 4.1 Estimación Flujos de Caja Libres (FCL)

Para realizar la estimación de flujos de caja libre, es necesario calcular los flujos de caja bruto, las inversiones en activo fijo, en reposición y los cambios en el capital de trabajo neto (CTON), de manera que en esta sección en primer lugar se comenzara con la explicación de la obtención de estas variables.

#### 4.1.1 Depreciación y amortización

Como se mencionó anteriormente, para proyectar la depreciación se utilizó la relación histórica de la depreciación con la propiedad planta y equipo en los últimos cinco años de CCU, relación que se encontraba entre el 8,07% y 8,73%, generando un promedio de 8,29% para el periodo entre los años 2015 y 2020.

| UF             | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Depreciación   | 3.030.643    | 3.012.208    | 3.114.199    | 3.275.768    | 3.709.684    | 3.463.882    |
| PPE Neto       | 34.049.871   | 34.314.005   | 34.331.911   | 37.048.335   | 38.768.509   | 38.100.539   |
| PPE            | 37.080.515   | 37.326.214   | 37.446.110   | 40.324.104   | 42.478.193   | 41.564.421   |
| <b>DEP/ppe</b> | <b>8,17%</b> | <b>8,07%</b> | <b>8,32%</b> | <b>8,12%</b> | <b>8,73%</b> | <b>8,33%</b> |

*Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU.*

Esta relación se utilizó para determinar la depreciación en los años posteriores a 2020, considerando el PPE como la suma entre las inversiones en activo fijo, inversiones en reposición, depreciación y el PPE del año anterior.

#### 4.1.2 Inversión en reposición y en capital físico.

Para los niveles de inversión se consideró el plan de inversión presupuestado para los años siguientes disponible en el **anexo 24**, estas inversiones contemplan tanto la inversión en reposición como la inversión en capital físico, para separar ambas inversiones se consideró las inversiones en reposición como el 100% de la depreciación de los años siguientes y la diferencia como la inversión en activo fijo. Distribuyendo la inversión de la siguiente manera:

| UF                        | 2021      | 2022      | 2023      | 2024      | 2025      |
|---------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>inversión total</b>    | 6.461.881 | 4.675.695 | 3.793.421 | 4.325.785 | 4.325.785 |
| <b>Inv en reposición</b>  | 3.694.974 | 3.776.292 | 3.777.713 | 3.823.157 | 3.864.833 |
| <b>Inv en activo fijo</b> | 2.766.906 | 899.403   | 15.708    | 502.628   | 0         |

*Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU.*

#### 4.1.3 Inversión de capital de trabajo

Con respecto a las inversiones en el capital de trabajo se estimaron en base la diferencia de los activos corrientes con los pasivos corrientes, específicamente para los activos se utilizaron las cuentas de “deudores comerciales y otras cuentas por cobrar”, “inventarios” y “Activos biológicos corrientes”, para el caso de los pasivos corrientes se utilizó la cuenta de “cuentas por pagar comerciales” lo que genero el capital de trabajo en los últimos años de la empresa, luego se calculó su relación con las ventas como se detalla en la siguiente tabla.

| UF                         | dic-15     | dic-16     | dic-17     | dic-18     | dic-19     | dic-20     |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Ingresos por ventas</b> | 58.463.711 | 59.165.739 | 63.522.300 | 64.691.864 | 64.378.119 | 63.899.986 |
| <b>CTON</b>                | 8.051.394  | 8.665.126  | 8.029.399  | 9.209.759  | 8.309.870  | 6.649.568  |
| <b>CTON / Ventas</b>       | 13,77%     | 14,65%     | 12,64%     | 14,24%     | 12,91%     | 10,41%     |

*Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU.*

De esta forma para proyectar el CTON se estimó el promedio de los años históricos, obteniendo un 13,1%, en base a este promedio y su relación con los ingresos proyectados, se obtuvo el crecimiento de capital de trabajo para finalmente obtener la inversión en capital de trabajo definida como la diferencia entre el CTON en año(T) menos el CTON en año (T+1) como se detalla a continuación:

| UF   | dic-21     | dic-22     | dic-23     | dic-24     | dic-25     |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Ingresos por ventas</b>                       | 57.358.205 | 59.853.478 | 61.069.389 | 62.036.919 | 63.168.524 |
| <b>CTON</b>                                      | 7.514.678  | 7.841.591  | 8.000.892  | 8.127.651  | 8.275.906  |
| <b>Inversión adicional en capital de trabajo</b> | -326.914   | -159.300   | -126.759   | -148.255   | 0          |

*Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU.*

#### 4.1.4 Valor terminal

El valor terminal se consideró desde el año 2025 en adelante, dejando el 2025 constante, como se detallará más adelante, el flujo de caja libre para el año 2025 es de MUF 5.341 lo que se lleva a perpetuidad dividiendo por la tasa wacc calculada en la parte 2 (5,48%). Esto genera un valor terminal para CCU de MUF 97.530, cifra que luego se llevó a valor presente junto con los demás flujos para obtener el valor de los activos.

#### 4.1.5 Proyección de los flujos de caja libre

En base a las variables explicadas anteriormente se calculó el flujo de caja libre para la empresa CCU, se consideró el EBIT obtenido de las proyecciones en el estado de resultados y un impuesto de 27% para los cinco años siguientes, además, como se detalla en la tabla, se sumó la depreciación y se restaron las inversiones correspondientes de reposición, activo fijo e inversión en capital de trabajo. Posteriormente se calculó el valor presente de los flujos en base a la tasa wacc calculada en la parte dos del informe (5,48%)

*Cuadro 45: Proyección de flujo de caja libre.*

|                                   | <b>2021</b>      | <b>2022</b>      | <b>2023</b>      | <b>2024</b>      | <b>2025</b>       |
|-----------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| EBIT                              | 6.991.410        | 7.264.118        | 7.395.476        | 7.501.773        | 7.316.451         |
| Ebit(1-tc)                        | 5.103.730        | 5.302.806        | 5.398.697        | 5.476.294        | 5.341.009         |
| Depreciación                      | 3.694.974        | 3.776.292        | 3.777.713        | 3.823.157        | 3.864.833         |
| inversión en activos fijo (CAPEX) | -2.766.906       | -899.403         | -15.708          | -502.628         | -                 |
| Inversiones en reposición         | -3.694.974       | -3.776.292       | -3.777.713       | -3.823.157       | -3.864.833        |
| Inversiones de capital de trabajo | -326.914         | -159.300         | -126.759         | -148.255         | -                 |
| <b>Flujo de caja Libre</b>        | <b>2.009.910</b> | <b>4.244.103</b> | <b>5.256.230</b> | <b>4.825.411</b> | <b>5.341.009</b>  |
| Valor Terminal                    |                  |                  |                  |                  | 97.530.390        |
| FCL + VL                          | 2.009.910        | 4.244.103        | 5.256.230        | 4.825.411        | 102.871.399       |
| <b>Valor presente flujos</b>      | <b>1.905.556</b> | <b>3.814.842</b> | <b>4.479.302</b> | <b>3.898.662</b> | <b>78.799.092</b> |

*Fuente: elaboración propia con datos de la memoria anual CCU.*

De lo anterior se puede observar de manera adicional que en el año 2021 se presenta un flujo de caja libre inferior al resto de los años, lo que se debe principalmente a mayores inversiones que consisten en activos de producción, donde se incluye una nueva planta productiva en Santiago de Chile y ampliaciones de capacidad tanto en negocios nacionales como en Argentina, estas inversiones ya se vienen realizando desde el año 2020. El valor presente de los flujos en base a las proyecciones realizadas entrega un valor de UF 117.784.917.

#### 4.2 Precio de la acción proyectado

Para obtener el precio de la acción mediante el método de flujo de caja descontado se consideraron como activos prescindibles a los activos de “otros activos no financieros no corrientes”, “inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación”, “plusvalía” y “propiedades de inversión”, los cuales totalizaron MUF 9.098 para diciembre 2020.

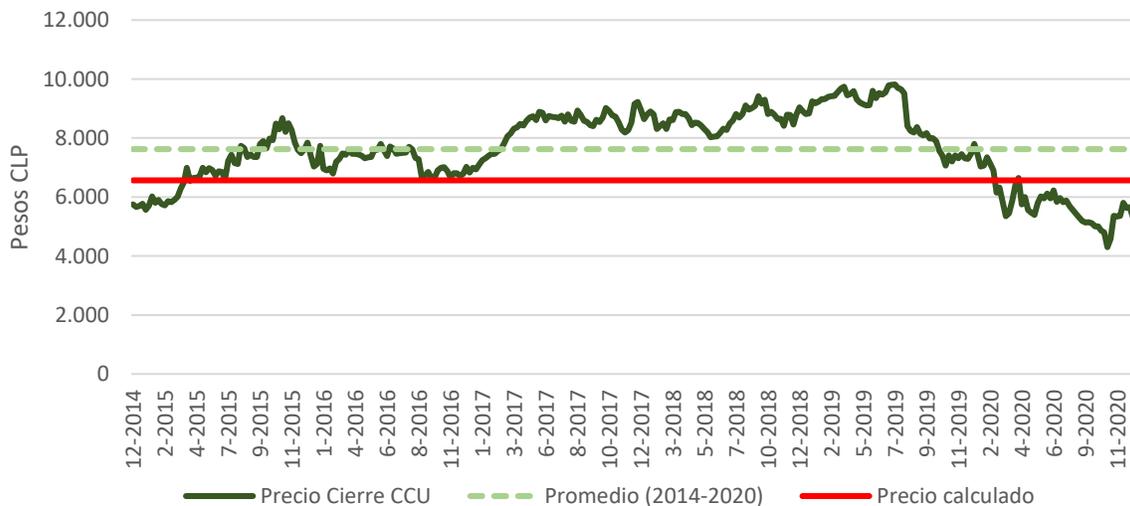
A la fecha de la valoración CCU se posee un déficit de capital de trabajo de UF 865.110, esto debido a que el estimado para diciembre 2021 de MUF 7.514 y a diciembre 2020 el capital de trabajo finalizaba en MUF 6.650. Finalmente, la deuda financiera se valoriza en MUF 17.686 a diciembre 2020.

Cuadro 46: Precio de la acción proyectado al 31 de diciembre 2020.

| Valoración dic2020                 | UF                         |
|------------------------------------|----------------------------|
| <b>Valor Act.</b>                  | <b>92.897.454</b>          |
| Activos prescindibles              | 9.098.045                  |
| Exceso (déficit) KT                | -865.110                   |
| <b>Valor Total Activos</b>         | <b>101.130.389</b>         |
| Deuda financiera                   | -17.686.116                |
| <b>Patrimonio</b>                  | <b>83.444.273</b>          |
| N° acciones                        | 369.502.872                |
| Precio en UF                       | 0,23                       |
| <b>Precio en \$</b>                | <b>6.564,9<sup>8</sup></b> |
| Precio en \$ real a diciembre 2020 | 5.247                      |
| % subvalorada                      | 25,12%                     |

En base a los análisis anteriores, el precio de la acción estimado para diciembre 2020 es de \$ 6.565, lo que significa una subvaloración del mercado en un 25,1%, es importante considerar que durante julio 2019 (pre-estallido social y pandemia), la acción se encontraba sobre los \$9.000, alcanzando un valor de \$ 9.589,8 el 11 de julio de 2019. Esta subvaloración sobre el 20% se podría explicar a los efectos tanto del estallido social y pandemia junto con la noticia del 17 de agosto 2020 donde se realiza la firma del contrato de Coca-Cola para la distribución de cervezas de la compañía Ab inBev, hecho que el mercado castigo fuertemente llevando el precio de CCU a \$ 4.250 el 2 de noviembre, día que la alianza entraba en vigencia, disminuyendo un 11,4% con respecto a una semana y un 16% respecto al mes anterior.

Cuadro 47: Precio real CCU en comparación con promedio y obtenido.



Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de investing.

<sup>8</sup> El valor de la UF considerado para la conversión fue de \$ 29.070,33 (31 diciembre 2020).

En la ilustración anterior se aprecian los precios históricos de CCU, junto con el promedio obtenido desde diciembre 2014 a diciembre 2020, el cual se contrasta con la línea roja que corresponde a los \$ 6.565 obtenidos mediante el método de valoración de flujo de caja descontado, entre el precio promedio y el calculado se aprecia una diferencia de 16,1%.

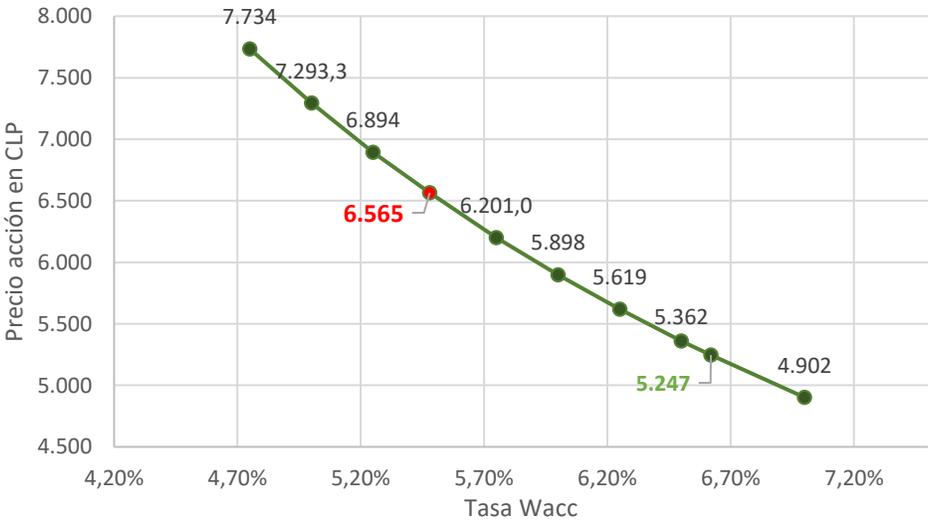
### Parte 5: Análisis de sensibilidad.

Para realizar una proyección de manera más exacta se realizaron análisis de sensibilidad a variables que sean volátiles y afecten de manera directa a la obtención del precio de la acción mediante el modelo de flujo de caja descontado. Las variables sensibilizadas en esta sección fueron la tasa wacc, y las tasas de crecimiento de los ingresos proyectados, se ocupó el supuesto de ceteris paribus, es decir, todas las otras variables que no se estuvieran sensibilizando se dejaron iguales.

Variaciones en la tasa wacc.

La tasa wacc calculada anteriormente era de 5,48% lo que generaba un precio objetivo de \$6.565, sin embargo, como se aprecia en el cuadro 48 el precio y la tasa wacc tiene una relación de dependencia directa donde una menor tasa influye en un mayor precio objetivo. Al variar la tasa a 6,0% se obtendría un precio de \$5.898, incluso si se modificaba la tasa wacc a 6,62% se llega al precio de mercado en diciembre 2020 de \$5.247, siendo el precio observado en el mercado. Por otro lado cuando la tasa wacc se acerca a 4,75% lograría sobrepasar los \$7.734.

Cuadro 48: Sensibilización precio por tasa wacc.



## Tasas de crecimiento en los ingresos

El otro análisis de sensibilidad consiste en dejar las demás variables en ceteris paribus, ajustando el cambio en los ingresos esperados desde 2% más a un 3% menos en la proyección de esta variable. De esta forma los crecimientos o decrecimiento esperados anuales se observan en la siguiente ilustración:

*Cuadro 49: Cambio en % de los ingresos proyectados de manera anual.*

|                             |             | 2020-2021     | 2021-2022   | 2022-2023   | 2023-2024   | 2024-2025   |
|-----------------------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Crecimiento estimado</b> | <b>0,0%</b> | <b>-10,2%</b> | <b>4,4%</b> | <b>2,0%</b> | <b>1,6%</b> | <b>1,8%</b> |
| cambio % anual              | -3,0%       | -13,2%        | 1,4%        | -1,0%       | -1,4%       | -1,2%       |
| cambio % anual              | -2,0%       | -12,2%        | 2,4%        | 0,0%        | -0,4%       | -0,2%       |
| cambio % anual              | -1,0%       | -11,2%        | 3,4%        | 1,0%        | 0,6%        | 0,8%        |
| cambio % anual              | -0,5%       | -10,7%        | 3,9%        | 1,5%        | 1,1%        | 1,3%        |
| cambio % anual              | 0,5%        | -9,7%         | 4,9%        | 2,5%        | 2,1%        | 2,3%        |
| cambio % anual              | 1,0%        | -9,2%         | 5,4%        | 3,0%        | 2,6%        | 2,8%        |
| cambio % anual              | 2,0%        | -8,2%         | 6,4%        | 4,0%        | 3,6%        | 3,8%        |
| cambio % anual              | 3,0%        | -7,2%         | 7,4%        | 5,0%        | 4,6%        | 4,8%        |

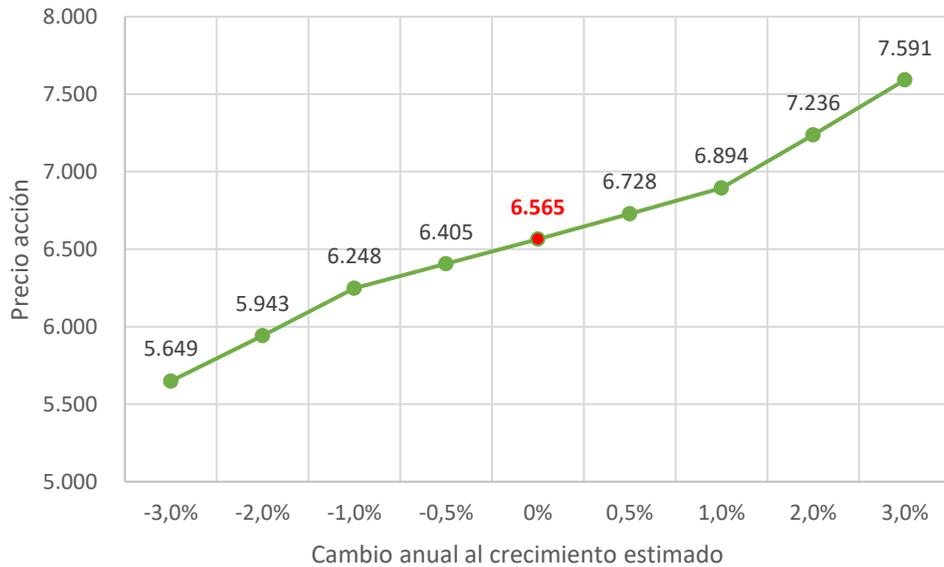
Los cambios presentados anteriormente generan distintos EBIT apreciables en la siguiente ilustración, los que finalmente generarían variaciones en el precio desde \$ 7.325 si los ingresos se hubieran proyectado con menos 3% de crecimiento y un precio de \$ 9.316 cuando el crecimiento en los ingresos se proyecta con un 2% mayor.

*Cuadro 50: Ebit estimado con los cambios en la proyección de crecimiento de los ingresos*

|                            | 2021             | 2022             | 2023             | 2024             | 2025             | Precio       |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|
| <b>EBIT estimado</b>       | <b>6.991.410</b> | <b>7.264.118</b> | <b>7.395.476</b> | <b>7.501.773</b> | <b>7.316.451</b> | <b>6.565</b> |
| EBIT con -3% crecimiento   | 6.784.401        | 6.868.497        | 6.809.786        | 6.726.536        | 6.349.357        | <b>5.649</b> |
| EBIT con -2% crecimiento   | 6.853.404        | 6.998.990        | 7.000.998        | 6.977.043        | 6.658.661        | <b>5.943</b> |
| EBIT con -1% crecimiento   | 6.922.407        | 7.130.864        | 7.196.214        | 7.235.401        | 6.980.893        | <b>6.248</b> |
| EBIT con -0,5% crecimiento | 6.956.909        | 7.197.318        | 7.295.337        | 7.367.575        | 7.146.981        | <b>6.405</b> |
| EBIT con 0,5% crecimiento  | 7.025.912        | 7.331.262        | 7.496.637        | 7.638.016        | 7.489.356        | <b>6.728</b> |
| EBIT con 1% crecimiento    | 7.060.413        | 7.398.751        | 7.598.824        | 7.776.323        | 7.665.746        | <b>6.894</b> |
| EBIT con 2% crecimiento    | 7.129.416        | 7.534.765        | 7.806.301        | 8.059.217        | 8.029.194        | <b>7.236</b> |
| EBIT con 3% crecimiento    | 7.198.419        | 7.672.159        | 8.017.948        | 8.350.621        | 8.407.221        | <b>7.591</b> |

Los precios obtenidos mediante estos cambios también se pueden observar de forma gráfica en el cuadro 51, dando cuenta de la relación directamente proporcional entre un mayor crecimiento de ingresos y un mayor precio proyectado.

*Cuadro 51: Precio acción sensibilizado por cambios en el crecimiento (%).*



Para finalizar el análisis de sensibilidad se agrega una tabla de doble entrada donde se puede observar los precios obtenidos con un cambio de ambas variables al mismo tiempo, en rojo se destaca los precios que podrían menores alcanzados en comparación al precio real del 31 de diciembre 2020 (\$ 5.247).

|       |       | Cambio en el crecimiento en los ingresos |        |        |              |       |       |       |
|-------|-------|--|--------|--------|--------------|-------|-------|-------|
|       |       | -3,00%                                   | -2,00% | -1,00% | 0,00%        | 1,00% | 2,00% | 3,00% |
| Kwacc | 4,75% | 6.665                                    | 7.007  | 7.364  | 7.734        | 8.119 | 8.519 | 8.934 |
|       | 5,00% | 6.282                                    | 6.606  | 6.943  | 7.293        | 7.657 | 8.035 | 8.428 |
|       | 5,48% | 5.649                                    | 5.943  | 6.248  | <b>6.565</b> | 6.894 | 7.236 | 7.591 |
|       | 6,00% | 5.070                                    | 5.335  | 5.611  | 5.898        | 6.196 | 6.505 | 6.826 |
|       | 6,50% | 4.604                                    | 4.847  | 5.099  | 5.362        | 5.634 | 5.917 | 6.210 |
|       | 7,00% | 4.205                                    | 4.429  | 4.661  | 4.902        | 5.153 | 5.413 | 5.683 |

## Bibliografía

Balaguer, D.(2017). Diseño de una Planta de Elaboración de Cerveza. Microcervecería (tesis de pregrado). Universidad Politécnica de Catalunya, Barcelona, España. Recuperado en octubre del 2021 desde <https://www.ccu.cl/publicaciones-ccu/>.

Cervecería Bavaria S.A. (2019). Informe gestión 2019. Recuperado en octubre del 2021 desde <https://www.bavaria.co/sites/default/files/informegestion2019.pdf>

CNN Chile (2019). Noviembre negro: Crisis social afectó a la bolsa de valores y la convirtió en la de peor desempeño a nivel mundial. Recuperado en octubre del 2021 desde [https://www.cnnchile.com/economia/crisis-social-bolsa-valores-peor-desempeno-mundial\\_20191130](https://www.cnnchile.com/economia/crisis-social-bolsa-valores-peor-desempeno-mundial_20191130)

Compañía de Cervecerías Unidas (CCU). (2020). Memoria Anual 2020. Recuperado en octubre del 2021 desde <https://www.ccu.cl/publicaciones-ccu/>.

Compañía de Cervecerías Unidas (CCU). (2019). Memoria Anual 2019. Recuperado en octubre del 2021 desde <https://www.ccu.cl/publicaciones-ccu/>.

Compañía de Cervecerías Unidas (CCU). (2018). Memoria Anual 2018. Recuperado en octubre del 2021 desde <https://www.ccu.cl/publicaciones-ccu/>.

Compañía de Cervecerías Unidas (CCU). (2017). Memoria Anual 2017. Recuperado en octubre del 2021 desde <https://www.ccu.cl/publicaciones-ccu/>.

Compañía de Cervecerías Unidas (CCU). (2016). Memoria Anual 2017. Recuperado en octubre del 2021 desde <https://www.ccu.cl/publicaciones-ccu/>.

CCU Investor (2011). Colocación de Bonos Serie H . Recuperado en octubre del 2021 desde <https://www.ccuinvestor.com/wp-content/uploads/2011/esp/comunicados/2009/ccu%20serie%20H.pdf>

CCU Investor (2018). Emisión de Bonos Corporativos Serie J UF 3.000.000. Recuperado en octubre del 2021 desde [https://ccuinvestor.com/wp-content/uploads/Presentaci%C3%B3n\\_Inversionistas\\_Bono\\_Serie\\_J.pdf](https://ccuinvestor.com/wp-content/uploads/Presentaci%C3%B3n_Inversionistas_Bono_Serie_J.pdf)

Coca-Cola Embonor S.A. (2019). Memoria Anual 2019. Recuperado en octubre del 2021 desde [http://www.svs.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=8aaa8e79ee2935af2ca0d686292fec76VfdwQmVVMUVRVEJOUkVFeIRtcFpOVTFSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1598842202](http://www.svs.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=8aaa8e79ee2935af2ca0d686292fec76VfdwQmVVMUVRVEJOUkVFeIRtcFpOVTFSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1598842202)

Embotelladora Andina. (2019). Memoria Anual 2019. Recuperado en octubre del 2021 desde [http://www.koandina.com/uploads/reportes\\_financieros/Memoria%20Anual%20integrada%202019.pdf](http://www.koandina.com/uploads/reportes_financieros/Memoria%20Anual%20integrada%202019.pdf)

Emol (2019), Piñera asegura que estudiaran subir el impuesto a los alcoholes en Chile. Recuperado en octubre del 2021 desde <https://www.emol.com/noticias/Economia/2019/04/03/943402/Pinera-asegura-que-estudian->

subir-el-impuesto-a-los-alcoholes-en-Chile.html#:~:text=Cu%C3%A1l%20es%20la%20tasa%20en,%2C%20de%2031%2C5%25.

Deloitte (2017). La Cerveza Artesanal: Una Experiencia Multisensorial. Recuperado en octubre de 2021 desde: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/mx/Documents/consumer-business/2017/Cerveza-Artesanal-Mexico-2017.pdf>

Diario Financiero (2019), Crisis argentina impacta fuertemente los resultados de CCU. Recuperado en septiembre del 2021 desde <https://www.df.cl/noticias/empresas/resultados-de-empresas/crisis-argentina-impacta-fuertemente-los-resultados-de-ccu-al-tercer/2019-11-06/194908.html>

El Mostrador (2017), Bloomberg lapidario con CCU: es una cervecera chilena “sobreevaluada” que quiere competir con AB InBev. Recuperado en septiembre del 2021 desde <https://www.elmostrador.cl/mercados/2017/05/16/bloomberg-lapidario-con-ccu-es-un-cervecera-chilena-sobreevaluada-que-quiere-competir-con-ab-inbev/>

El Mostrador (2020), Día de la Cerveza: el crecimiento de la bebida en época de pandemia. Recuperado en septiembre del 2021 desde <https://www.elmostrador.cl/generacion-m/2020/08/07/dia-de-la-cerveza-el-crecimiento-de-la-bebida-en-epoca-de-pandemia/>

Emol (2020), El mercado de la cerveza en Chile: Dos líderes indiscutidos, 52 litros per cápita al año y nuevas alianzas estratégica. Recuperado en septiembre del 2021 desde <https://www.emol.com/noticias/Economia/2020/08/19/995362/Mercado-cerveza-Chile-CCU-ABinbev.html>

Euromonitor International. (2021). Alcoholic Drinks in Argentina para mayo 2021. Recuperado en octubre 2021, de Euromonitor International Sitio web: <https://www.euromonitor.com/>

Euromonitor International. (2021). Alcoholic Drinks in Bolivia. Recuperado en octubre 2021, de Euromonitor International Sitio web: <https://www.euromonitor.com/>

Euromonitor International. (2021). Alcoholic Drinks in Chile. Recuperado en octubre 2021, de Euromonitor International Sitio web: <https://www.euromonitor.com/>

Euromonitor International. (2021). Alcoholic Drinks in Paraguay. Recuperado en octubre 2021, de Euromonitor International Sitio web: <https://www.euromonitor.com/>

Euromonitor International. (2021). Alcoholic Drinks in Uruguay. Recuperado en octubre 2021, de Euromonitor International Sitio web: <https://www.euromonitor.com/>

Euromonitor International. (2021). Soft Drinks in Chile recuperado en octubre 2021, de Euromonitor International Sitio web: <https://www.euromonitor.com/>

Flores, LT. (2019). La venta de cervezas en el mercado chileno se acerca a los 1.000 millones de litros. Pulso La Tercera. Recuperado en octubre del 2021 desde <https://www.latercera.com/canal/pulso/>.

Hogarty, T. F., & Elzinga, K. G. (1972). The Demand for Beer. The Review of Economics and Statistics, 54(2), 195. <https://doi.org/10.2307/1926282>

ICR Clasificadora de Riesgo (2018). Reseña Anual de Clasificación (estados financieros septiembre 2018): Compañía Cervecerías Unidas S.A. Recuperado en Septiembre del 2021 desde <https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/compania-cerveceras-unidas-s-a-2/informes-10/3209-ccu-resena-anual-de-clasificacion-diciembre-2018/file>

ICR Clasificadora de Riesgo (2020). Reseña Anual de Clasificación (estados financieros septiembre 2020): Compañía Cervecerías Unidas S.A. Recuperado en Septiembre del 2021 desde <https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/compania-cerveceras-unidas-s-a-2/informes-10/3891-compania-cervecerias-unidas-resena-anual-de-clasificacion/file>

Icex (2018), El consumo de cerveza en Chile continúa su trayectoria alcista. Recuperado en octubre del 2021 desde; <https://www.icex.es/icex/es/navegacion-principal/todos-nuestros-servicios/informacion-de-mercados/paises/navegacion-principal/noticias/NEW2018800860.html?idPais=CL>

La Razón (2020), Banco mundial proyecta que la economía de Bolivia se contraerá en 34% este año. Recuperado en octubre del 2021 desde <https://www.la-razon.com/economia/2020/04/12/bm-proyecta-que-la-economia-de-bolivia-se-contraera-en-34-este-ano>

La Tercera (2020), Cepal ratifica perspectiva de desaceleración para Chile en 2019 y afirma que mayor desafío es la inversión. Recuperado en septiembre del 2021 desde <https://www.latercera.com/pulso/noticia/cepal-mantiene-33-proyeccion-crecimiento-la-economia-chilena-2019/454065/>

La Tercera (2020), Pandemia reaviva la guerra entre CCU y ABInBev Chile, pero complica el futuro de artesanales. Recuperado en septiembre del 2021 desde <https://www.latercera.com/la-tercera-pm/noticia/pandemia-reaviva-guerra-entre-ccu-y-cerveceria-chile-pero-complica-futuro-de-artesanales/V2SVP32GUZH27M4V52LTS5NLJI/>

Maquieira, Carlos. (s.f.). "Finanzas Corporativas: Teoría y Practica". Editorial Andres Bello, Tercera edición, 2010.

Selfbank by singular Bank (2019). Tendencias del mercado mundial de la cerveza. Recuperado en octubre del 2021 desde <https://blog.selfbank.es/tendencias-del-mercado-mundial-de-la-cerveza/>

Viña Concha y Toro. (2019). Memoria Anual 2019. Recuperado en septiembre del 2021 desde <https://conchaytoro.com/holding/inversionistas/memoria-anual/>

Pablo Fernández (2009): Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables. Recuperado en octubre 2021, desde <https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>

## Anexos

### Anexo 1. Venta de bebidas alcohólicas en Chile.

#### Sales of Alcoholic Drinks

Total Volume - million litres - 2005-2024



| Year | Total Volume - million litres | % Y-O-Y Growth |
|------|-------------------------------|----------------|
| 2005 | 818.0                         | -              |
| 2006 | 851.5                         | 4.1            |
| 2007 | 886.4                         | 4.1            |
| 2008 | 910.2                         | 2.7            |
| 2009 | 936.8                         | 2.9            |
| 2010 | 981.1                         | 4.7            |
| 2011 | 959.6                         | -2.2           |
| 2012 | 983.0                         | 2.4            |
| 2013 | 1020.3                        | 3.8            |
| 2014 | 1053.2                        | 3.2            |
| 2015 | 1084.4                        | 3.0            |
| 2016 | 1195.1                        | 10.2           |
| 2017 | 1249.2                        | 4.5            |
| 2018 | 1292.0                        | 3.4            |
| 2019 | 1338.3                        | 3.6            |
| 2020 | 1292.4                        | -3.4           |
| 2021 | 1288.5                        | -0.3           |
| 2022 | 1312.9                        | 1.9            |
| 2023 | 1359.3                        | 3.5            |
| 2024 | 1409.5                        | 3.7            |

Fuente: reporte de la industria alcohólica en Chile por Euromonitor septiembre 2020

### Anexo 2. Análisis de la industria mediante el análisis Porter.

A continuación, se desarrolla el análisis de Porter para cervecerías industriales.

- Amenaza de nuevos competidores: Baja

Dado los altos volúmenes de producción que se manejan en la industria, las compañías operan con economías de escala tanto para la producción como para distribución de estos, lo cual les permite ser más eficientes dentro de su modelo de negocios, generando así ahorro de costos. Al mismo tiempo, para mantener estos niveles de producción y distribución de cervezas, se requieren de grandes inversiones para acceder a distintos activos especializados y canales que son necesarios para que una empresa pueda competir dentro de la industria (Máquinas para procesar cebada, depósitos refrigerados, herramientas de seguridad, etc.) (Balaguer, 2017). En concordancia con lo anterior, el acceso a los canales de distribución es un factor fundamental cuando se venden productos en altos volúmenes, ya que esto permite llegar de la mejor manera posible a los consumidores de la industria. En el presente caso vemos una industria desarrollada por lo que probablemente los canales de distribución tengan destinados la totalidad de esfuerzos a abastecer las necesidades de distribución de las compañías ya existentes.

Por otro lado, como factores independientes al volumen de producción, un tema relevante es el *know-how* al que puedan acceder las compañías. Si bien la producción de cerveza puede ser incluso artesanal, el modelo de negocios de esta industria dista bastante de aquel, ya que los productos llegan a través de distintos canales al comprador final y también en distintos formatos.

- Rivalidad entre compañías existentes: Media

La industria se considera concentrada y podríamos definirla casi como oligopólica, dado que, en la industria cervecera, aproximadamente el 90% de la participación se la llevan 3 compañías. No obstante, las cervezas de producción industrial no se caracterizan por ser productos sumamente diferenciados, carece de diferenciación y costos de cambio, sin embargo, en el país se ha producido un notable crecimiento en la última década (Flores, LT, 2019) Por otro lado, dado los altos volúmenes con los cuales se opera y que se busca una venta constante de estos, generando ganancias principalmente por cantidad y no por margen, las economías de escala son fundamentales al momento de competir.

Para generar, mantener y distribuir altos volúmenes, implica la inversión en activos especializados para cumplir con lo anteriormente mencionado, si bien algunos de estos elementos industriales pueden recuperar el capital gastado, otros son exclusivos para la elaboración de cervezas. Al mismo tiempo, existen costos fijos de salida relacionados con los acuerdos laborales que se deben cumplir en la legislación chilena.

- Poder de negociación de los compradores: Medio

Si bien los consumidores finales están atomizados y no se encuentran organizados, por lo que podríamos señalar que el poder relativo de estos es bajo, resulta fundamental distinguir estos de los reales compradores en esta industria, los cuales actúan como intermediarios entre las empresas productoras y consumidores finales. Si bien estos compradores son de distintos tamaños, hay varios que compran en volumen sustancialmente alto, como por ejemplo cadena de supermercados, los cuales tienen alto poder de negociación, no solo para la negociación de precios sino para otras variables importantes como posicionamiento y marketing. No obstante, hay otros intermediarios que no tienen tanto poder de negociación ya que son más pequeños aun así resulta importante mencionar que no existe ningún cliente de la Compañía que represente más del 10% de los ingresos. (Memoria anual, 2020).

- Poder de Negociación de los proveedores: Bajo

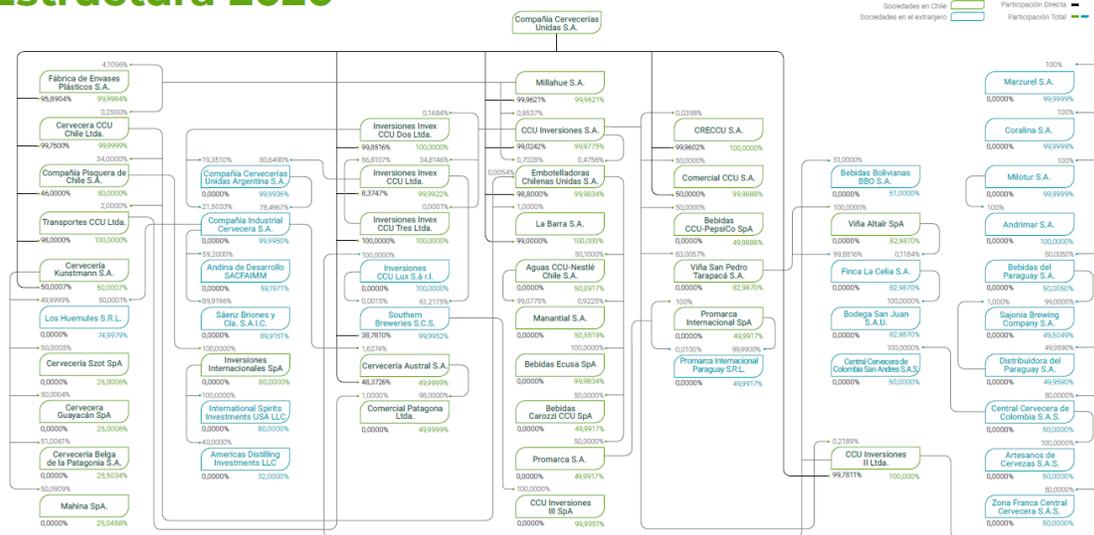
Para la producción de cerveza se requieren materias primas que no son difíciles de conseguir y para las cuales existen varios proveedores como; azúcar, cebada, agua, levadura, etc. Adicionalmente, dentro de la industria cervecera de producción industrial, CCU es por bastante la empresa con la mayor producción, por lo tanto, realiza grandes compras a sus proveedores. Además, los productos usados para la producción presentan escasa diferenciación y costo de cambio. Finalmente, no existen indicios de que se vaya a dar una integración vertical dentro de la cadena de valor. Del mismo modo, existen otros sustitutos como el vino y el pisco, los cuales difieren bastante en el grado alcohólico que poseen, pero estos también son de bajo precio y fácil acceso.

- Presión de los productos sustitutos: Media

Si bien el sustituto más cercano a la cerveza de producción industrial, es la elaborada de forma artesanal, estas tienen características inherentemente diferenciadas entre sí en su producción y comercialización (Deloitte, 2017), por lo que apuntan a distintas necesidades, sin embargo, ambas son bebidas que se consumen heladas y poseen grados de alcohol, pero no son productos tan universales, vale decir, no se pueden encontrar tan fácilmente y además, suelen poseer un precio más elevado, es decir, existen costos de cambio.

### Anexo 3. Estructura de CCU

## Estructura 2020



Fuente: Memoria anual 2020 CCU.

## Anexo 4. Principales accionistas 2020 y diagrama.

### PRINCIPALES ACCIONISTAS

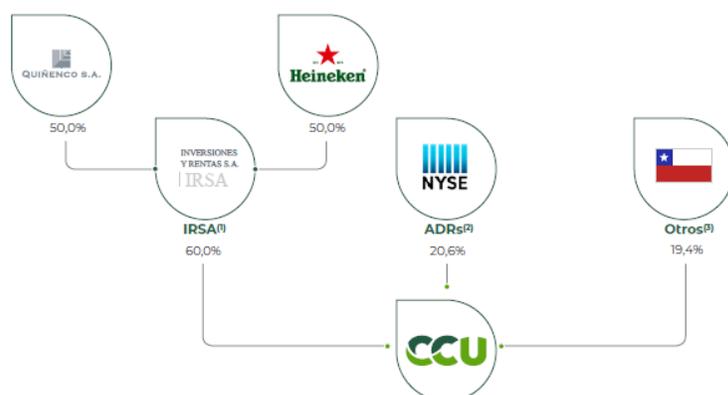
A continuación se presenta una tabla con las participaciones accionarias de los 12 principales accionistas.

|   | RUT          | Número de acciones | % de propiedad |
|---|--------------|--------------------|----------------|
| INVERSIONES Y RENTAS S.A. <sup>(1)</sup>                      | 96.427.000-7 | 196.421.725        | 53,16%         |
| JP MORGAN CHASE BANK SEGÚN CIRCULAR                           | 40.000.535-4 | 76.059.081         | 20,58%         |
| INVERSIONES IRSA LIMITADA                                     | 76.313.970-0 | 25.279.991         | 6,84%          |
| BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES           | 97.004.000-5 | 17.334.459         | 4,69%          |
| BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS      | 97.036.000-k | 11.763.425         | 3,18%          |
| BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET                     | 97.004.000-5 | 11.332.850         | 3,07%          |
| BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK CLIENTS         | 97.004.000-5 | 3.772.498          | 1,02%          |
| BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S.A.                             | 96.571.220-8 | 2.949.289          | 0,80%          |
| LARRAIN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA                          | 80.537.000-9 | 2.935.513          | 0,79%          |
| CÍA. DE SEGUROS DE VIDA CONSORCIO NACIONAL DE SEGUROS S.A.    | 99.012.000-5 | 1.742.561          | 0,47%          |
| BANCO ITAÚ CORPBANCA POR CUENTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS | 97.023.000-9 | 1.631.255          | 0,44%          |
| BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA LONDON CLIENT            | 97.004.000-5 | 1.404.735          | 0,38%          |
| <b>Principales accionistas al 31 de diciembre 2020</b>        |              | <b>352.627.382</b> | <b>95,43%</b>  |

Fuente: DCV Registros.

(1) Inversiones y Rentas S.A. ejerce el control sobre Inversiones IRSA Limitada. Inversiones y Rentas S.A. posee, directa e indirectamente a través de Inversiones IRSA Limitada, el 60,00% de las acciones de CCU S.A.

Fuente: Memoria anual 2020 CCU.



(1) Al 31 de diciembre 2020, IRSA posee directamente el 53,2% del capital de CCU y el 6,8% a través de Inversiones IRSA Ltda., un vehículo de propiedad del 99,9%.

(2) En Estados Unidos, las acciones se cotizan en ADRs en el NYSE.

(3) En Chile, las acciones de CCU cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago y en la Bolsa Electrónica de Comercio de Chile.

Fuente: Memoria anual 2020 CCU.

## Anexo 5. Participaciones en ventas de bebidas alcoholicas en Chile.

### Company Shares of Alcoholic Drinks

% Share (NBO) - Total Volume - 2019



| Company                                       | % Share |
|---|---------|
| Cía Cervecerías Unidas SA                     | 50.8    |
| Cervecería Chile SA                           | 18.8    |
| Viña San Pedro Tarapacá SA                    | 5.5     |
| Viña Santa Rita SA                            | 5.5     |
| Viña Concha y Toro SA                         | 5.2     |
| Cooperativa Agrícola Pisquera de Elqui Ltda   | 1.8     |
| Comercial Peumo Ltda                          | 1.6     |
| Cía Pisquera de Chile SA                      | 1.4     |
| Viña Undurraga SA                             | 0.5     |
| Diageo Chile Ltda                             | 0.5     |
| Pernod Ricard Chile SA                        | 0.4     |
| Licores Mitjans SA                            | 0.4     |
| Viña Valdivieso SA                            | 0.3     |
| Exportadora e Importadora de Liquidos RCR Ltd | 0.3     |
| Cepas Argentinas SA                           | 0.2     |
| Distribución y Excelencia SA                  | 0.2     |
| Viña Mar de Casablanca SA                     | 0.2     |
| Cencosud Retail SA                            | 0.2     |
| Premium Brands Chile SPA                      | 0.2     |
| Others  | 5.9     |

*Fuente: reporte de la industria alcohólica en Chile por Euromonitor septiembre 2020*

## Anexo 6. Porcentaje de cada cuenta de activos.

| <b>Activos:</b>   |                |                |                |                |                |                |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Activos corrientes:</b>                                |                |                |                |                |                |                |
| Efectivo y equivalentes al efectivo                       | 10,6%          | 7,2%           | 8,6%           | 13,3%          | 8,3%           | 15,7%          |
| Otros activos financieros                                 | 0,7%           | 0,4%           | 0,5%           | 0,9%           | 0,4%           | 0,5%           |
| Otros activos no financieros                              | 1,0%           | 0,8%           | 0,8%           | 0,8%           | 1,0%           | 0,6%           |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar           | 13,8%          | 15,0%          | 14,5%          | 13,3%          | 12,7%          | 10,9%          |
| cuentas por cobrar a entidades relacionadas               | 0,3%           | 0,2%           | 0,3%           | 0,1%           | 0,1%           | 0,2%           |
| inventarios   | 9,6%           | 10,6%          | 10,2%          | 9,5%           | 9,9%           | 9,2%           |
| Activos biológicos corrientes                             | 0,4%           | 0,4%           | 0,4%           | 0,4%           | 0,4%           | 0,4%           |
| activos por impuestos corrientes                          | 0,8%           | 1,6%           | 1,5%           | 0,7%           | 0,6%           | 0,4%           |
| Activos no corrientes mantenidos para la venta            | 0,3%           | 0,1%           | 0,1%           | 0,1%           | 0,0%           | 0,1%           |
| <b>Total Activos corrientes</b>                           | <b>37,5%</b>   | <b>36,4%</b>   | <b>37,0%</b>   | <b>39,1%</b>   | <b>33,5%</b>   | <b>38,0%</b>   |
| <b>Activos no corrientes:</b>                             |                |                |                |                |                |                |
| Otros activos financieros                                 | 0,00%          | 0,0%           | 0,1%           | 0,1%           | 0,2%           | 0,5%           |
| Otros activos no financieros                              | 1,48%          | 0,3%           | 0,3%           | 0,2%           | 0,3%           | 0,3%           |
| cuentas por cobrar no corrientes                          | 0,00%          | 0,2%           | 0,2%           | 0,1%           | 0,1%           | 0,1%           |
| cuentas por cobrar a entidades relacionadas               | 0,02%          | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           |
| Inversiones contabilizadas por metodo de la participacion | 2,74%          | 3,4%           | 5,0%           | 5,9%           | 5,8%           | 5,2%           |
| activos intangibles distintos plusvalia                   | 3,52%          | 4,2%           | 3,9%           | 4,9%           | 5,3%           | 5,1%           |
| plusvalia   | 4,57%          | 5,2%           | 4,8%           | 5,1%           | 5,3%           | 4,6%           |
| PPE ( neto)   | 47,86%         | 48,3%          | 46,4%          | 42,4%          | 46,6%          | 43,9%          |
| Propiedades de inversion                                  | 0,38%          | 0,3%           | 0,3%           | 0,4%           | 0,4%           | 0,3%           |
| activos por impuestos diferidos                           | 1,89%          | 1,7%           | 2,0%           | 1,6%           | 2,3%           | 2,0%           |
| Activos por impuestos corrientes, no corrientes           | 0,00%          | 0,0%           | 0,0%           | 0,1%           | 0,1%           | 0,0%           |
| <b>Total Activos no corrientes</b>                        | <b>62,47%</b>  | <b>63,59%</b>  | <b>63,05%</b>  | <b>60,89%</b>  | <b>66,47%</b>  | <b>61,99%</b>  |
| <b>TOTAL ACTIVOS</b>                                      | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> |

Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales y reportes financieros de CCU.

## Anexo 7. Porcentaje respectivo de cada cuenta en pasivos y patrimonio.

|   | dic-15         | dic-16         | dic-17         | dic-18         | dic-19         | dic-20         |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Pasivos:</b>                                       |                |                |                |                |                |                |
| <b>Pasivos corrientes:</b>                            |                |                |                |                |                |                |
| Otros pasivos financieros                             | 2,41%          | 3,56%          | 2,71%          | 2,61%          | 2,91%          | 2,93%          |
| CxP comerciales y otras cuentas                       | 12,49%         | 13,87%         | 14,25%         | 12,61%         | 13,03%         | 12,85%         |
| CxP EERR  | 0,64%          | 0,51%          | 0,51%          | 0,29%          | 0,38%          | 0,73%          |
| Otras provisiones corto plazo                         | 0,03%          | 0,02%          | 0,02%          | 0,02%          | 0,13%          | 0,12%          |
| pasivos por impuestos corrientes                      | 0,67%          | 0,63%          | 1,14%          | 3,15%          | 0,87%          | 0,84%          |
| provisiones corrientes por beneficios a los empleados | 1,19%          | 1,22%          | 1,33%          | 1,32%          | 1,16%          | 1,58%          |
| Otros pasivos no financieros                          | 3,89%          | 3,81%          | 3,76%          | 6,84%          | 2,05%          | 1,58%          |
| <b>Total Pasivos corrientes</b>                       | <b>21,32%</b>  | <b>23,63%</b>  | <b>23,72%</b>  | <b>26,84%</b>  | <b>20,53%</b>  | <b>20,64%</b>  |
| <b>Pasivos no corrientes:</b>                         |                |                |                |                |                |                |
| Otros pasivos financieros                             | 7,51%          | 6,30%          | 8,15%          | 9,48%          | 11,12%         | 17,43%         |
| Otras cuentas por pagar                               | 0,09%          | 0,06%          | 0,03%          | 0,00%          | 0,00%          | 0,00%          |
| Otras provisiones a largo plazo                       | 0,08%          | 0,07%          | 0,06%          | 0,31%          | 0,02%          | 0,02%          |
| pasivos por impuestos diferidos                       | 4,83%          | 4,64%          | 4,77%          | 4,51%          | 5,59%          | 4,70%          |
| provisiones no corrientes x beneficio a los empleados | 1,04%          | 1,17%          | 1,19%          | 1,12%          | 1,43%          | 1,41%          |
| <b>Total Pasivos no corrientes</b>                    | <b>13,55%</b>  | <b>12,23%</b>  | <b>14,20%</b>  | <b>15,42%</b>  | <b>18,16%</b>  | <b>23,57%</b>  |
| <b>Total Pasivos</b>                                  | <b>34,87%</b>  | <b>35,86%</b>  | <b>37,92%</b>  | <b>42,26%</b>  | <b>38,70%</b>  | <b>44,20%</b>  |
| <b>Patrimonio</b>                                     |                |                |                |                |                |                |
| Capital emitido                                       | 30,86%         | 30,06%         | 28,47%         | 23,39%         | 23,91%         | 22,29%         |
| otras reservas  | -5,66%         | -7,64%         | -9,01%         | -6,28%         | -5,84%         | -7,44%         |
| resultados acumulados                                 | 32,82%         | 35,13%         | 36,25%         | 36,10%         | 38,36%         | 36,51%         |
| Sub Total Atribuible a los propietarios               | 58,01%         | 57,55%         | 55,72%         | 53,21%         | 56,42%         | 51,35%         |
| Participaciones no controladoras                      | 7,11%          | 6,59%          | 6,36%          | 4,53%          | 4,88%          | 4,45%          |
| <b>Total Patrimonio</b>                               | <b>65,13%</b>  | <b>64,14%</b>  | <b>62,08%</b>  | <b>57,74%</b>  | <b>61,30%</b>  | <b>55,80%</b>  |
| <b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO</b>                     | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b> |

Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales y reportes financieros de CCU.

## Anexo 8. Variación anual de activos.

|   | 2015-2016      | 2016-2017     | 2017-2018      | 2018-2019      | 2019-2020      |
|---|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Activos:</b>   |                |               |                |                |                |
| <b>Activos corrientes:</b>                                |                |               |                |                |                |
| Efectivo y equivalentes al efectivo                       | -32,29%        | 25,02%        | 81,96%         | -40,06%        | 96,58%         |
| Otros activos financieros                                 | -40,07%        | 25,72%        | 105,71%        | -57,98%        | 21,17%         |
| Otros activos no financieros                              | -12,61%        | -1,62%        | 15,53%         | 15,62%         | -33,56%        |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar           | 8,29%          | 0,45%         | 8,68%          | -8,91%         | -10,61%        |
| cuentas por cobrar a entidades relacionadas               | -28,17%        | 61,94%        | -49,11%        | 4,71%          | 57,81%         |
| inventarios   | 11,28%         | -0,13%        | 9,51%          | -0,76%         | -2,86%         |
| Activos biológicos corrientes                             | 1,29%          | 1,14%         | 0,94%          | 8,49%          | 9,08%          |
| activos por impuestos corrientes                          | 87,50%         | -2,20%        | -42,53%        | -14,84%        | -30,08%        |
| Activos no corrientes mantenidos para la venta            | -63,40%        | -4,44%        | 16,97%         | -86,58%        | 439,19%        |
| <b>Total Activos corrientes</b>                           | <b>-3,10%</b>  | <b>5,57%</b>  | <b>24,98%</b>  | <b>-18,33%</b> | <b>18,45%</b>  |
| <b>Activos no corrientes:</b>                             |                |               |                |                |                |
| Otros activos financieros                                 | 147,11%        | 827,61%       | 68,13%         | 36,77%         | 149,24%        |
| Otros activos no financieros                              | -83,01%        | 13,22%        | -10,59%        | 36,95%         | 17,26%         |
| cuentas por cobrar no corrientes                          | -              | -7,90%        | -2,06%         | -6,64%         | -43,81%        |
| cuentas por cobrar a entidades relacionadas               | -22,20%        | -28,58%       | -28,38%        | -39,74%        | 9,28%          |
| Inversiones contabilizadas por metodo de la participacion | 25,31%         | 51,90%        | 38,76%         | -6,69%         | -6,19%         |
| activos intangibles distintos plusvalia                   | 18,23%         | -2,59%        | 49,79%         | 2,82%          | -0,57%         |
| plusvalia   | 13,18%         | -3,80%        | 26,13%         | -1,12%         | -8,67%         |
| PPE ( neto)   | 0,78%          | 0,05%         | 7,91%          | 4,64%          | -1,72%         |
| Propiedades de inversion                                  | -11,04%        | -8,20%        | 45,12%         | -7,13%         | -9,73%         |
| activos por impuestos diferidos                           | -10,24%        | 24,79%        | -9,40%         | 40,87%         | -8,84%         |
| Activos por impuestos corrientes, no corrientes           |                |               |                | 76,60%         | -99,86%        |
| <b>Total Activos no corrientes</b>                        | <b>1,652%</b>  | <b>3,151%</b> | <b>14,032%</b> | <b>3,989%</b>  | <b>-2,558%</b> |
| <b>TOTAL ACTIVOS</b>                                      | <b>-0,132%</b> | <b>4,032%</b> | <b>18,078%</b> | <b>-4,740%</b> | <b>4,486%</b>  |

## Anexo 9. Variación anual de pasivos y patrimonio.

|   | 2015-2016     | 2016-2017     | 2017-2018     | 2018-2019      | 2019-2020     |
|---|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| <b>Pasivos:</b>                                       |               |               |               |                |               |
| <b>Pasivos corrientes:</b>                            |               |               |               |                |               |
| Otros pasivos financieros                             | 47,50%        | -20,80%       | 13,60%        | 6,09%          | 5,47%         |
| CxP comerciales y otras cuentas                       | 10,94%        | 6,87%         | 4,46%         | -1,58%         | 3,06%         |
| CxP EERR  | -20,25%       | 4,12%         | -33,18%       | 26,04%         | 99,90%        |
| Otras provisiones corto plazo                         | -20,94%       | -15,76%       | 12,32%        | 630,99%        | -4,42%        |
| pasivos por impuestos corrientes                      | -5,85%        | 88,03%        | 226,73%       | -73,69%        | 0,93%         |
| provisiones corrientes por beneficios a los empleados | 2,32%         | 13,19%        | 17,56%        | -16,22%        | 42,04%        |
| Otros pasivos no financieros                          | -2,14%        | 2,59%         | 114,82%       | -71,38%        | -19,65%       |
| <b>Total Pasivos corrientes</b>                       | <b>10,71%</b> | <b>4,42%</b>  | <b>33,61%</b> | <b>-27,12%</b> | <b>5,00%</b>  |
| <b>Pasivos no corrientes:</b>                         |               |               |               |                |               |
| Otros pasivos financieros                             | -16,21%       | 34,52%        | 37,46%        | 11,70%         | 63,72%        |
| Otras cuentas por pagar                               | -35,97%       | -50,70%       | -97,78%       | 108,27%        | -27,10%       |
| Otras provisiones a largo plazo                       | -12,81%       | -7,64%        | 480,65%       | -93,02%        | -10,58%       |
| pasivos por impuestos diferidos                       | -4,20%        | 7,10%         | 11,54%        | 18,09%         | -12,13%       |
| provisiones no corrientes x beneficio a los empleados | 12,08%        | 6,15%         | 10,95%        | 21,51%         | 3,50%         |
| <b>Total Pasivos no corrientes</b>                    | <b>-9,87%</b> | <b>20,78%</b> | <b>28,22%</b> | <b>12,19%</b>  | <b>35,55%</b> |
| <b>Total Pasivos</b>                                  | <b>2,71%</b>  | <b>10,00%</b> | <b>31,59%</b> | <b>-12,78%</b> | <b>19,33%</b> |
| <b>Patrimonio</b>                                     |               |               |               |                |               |
| Capital emitido                                       | -2,73%        | -1,45%        | -3,01%        | -2,63%         | -2,62%        |
| otras reservas  | 34,73%        | 22,74%        | -17,73%       | -11,36%        | 33,09%        |
| resultados acumulados                                 | 6,90%         | 7,37%         | 17,57%        | 1,23%          | -0,57%        |
| Sub Total Atribuible a los propietarios               | -0,94%        | 0,72%         | 12,76%        | 1,02%          | -4,92%        |
| Participaciones no controladoras                      | -7,49%        | 0,46%         | -15,94%       | 2,63%          | -4,84%        |
| Total Patrimonio                                      | -1,65%        | 0,70%         | 9,82%         | 1,14%          | -4,92%        |
| <b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO</b>                     | <b>-0,13%</b> | <b>4,03%</b>  | <b>18,08%</b> | <b>-4,74%</b>  | <b>4,47%</b>  |

## Anexo 10. Análisis horizontal estados de resultados CCU 2015-2020.

|   | dic-15         | dic-16        | dic-17         | dic-18         | dic-19         | dic-20        |
|---|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>EERR</b>   |                |               |                |                |                |               |
| Ingresos por ventas   | 100,00%        | 101,20%       | 108,65%        | 110,65%        | 110,12%        | 109,30%       |
| Costos de Ventas  | 100,00%        | 105,33%       | 111,76%        | 116,72%        | 120,03%        | 126,64%       |
| <b>Margen Bruto</b>   | <b>100,00%</b> | <b>97,72%</b> | <b>106,03%</b> | <b>105,55%</b> | <b>101,76%</b> | <b>94,69%</b> |
| Otros Ingresos, por funcion                                 | 100,00%        | 76,08%        | 97,91%         | 3229,38%       | 310,86%        | 258,65%       |
| costos de distribucion                                      | 100,00%        | 94,90%        | 100,22%        | 105,30%        | 106,82%        | 107,06%       |
| gastos de administracion                                    | 100,00%        | 117,91%       | 106,62%        | 110,56%        | 96,78%         | 95,51%        |
| otros gastos, por funcion                                   | 100,00%        | 90,86%        | 109,38%        | 96,10%         | 104,50%        | 97,07%        |
| otras ganancias (Perdidas)                                  | 100,00%        | -95,37%       | -86,90%        | 44,01%         | 33,57%         | -118,18%      |
| <b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>    | <b>100,00%</b> | <b>87,64%</b> | <b>102,02%</b> | <b>205,92%</b> | <b>99,23%</b>  | <b>72,36%</b> |
| Ingresos financieros  | 100,00%        | 70,42%        | 61,71%         | 187,17%        | 151,36%        | 38,78%        |
| costos financieros  | 100,00%        | 85,51%        | 100,28%        | 94,82%         | 108,63%        | 109,58%       |
| Participacion en utilidad de asociadas y negocios conjuntos | 100,00%        | 103,46%       | 163,44%        | 192,34%        | 284,53%        | 142,28%       |
| diferencia de cambio  | 100,00%        | 46,42%        | -256,57%       | 320,38%        | -856,00%       | 234,94%       |
| resultado por unidades de reajuste                          | 100,00%        | 66,58%        | 3,23%          | -21,02%        | 227,65%        | 11,53%        |
| <b>Utilidad (pérdida) antes de impuesto</b>                 | <b>100,00%</b> | <b>86,91%</b> | <b>98,79%</b>  | <b>223,47%</b> | <b>88,15%</b>  | <b>66,41%</b> |
| Impuestos a las ganancias                                   | 100,00%        | 58,71%        | 92,51%         | 252,55%        | 72,22%         | 62,29%        |
| <b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>                     | <b>100,00%</b> | <b>96,96%</b> | <b>101,03%</b> | <b>213,10%</b> | <b>93,83%</b>  | <b>67,88%</b> |

Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales y reportes financieros de CCU.

## Anexo 11. Variación anual Estado de Resultados.

|   | 2015-2016      | 2016-2017     | 2017-2018      | 2018-2019      | 2019-2020      |
|---|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>EERR</b>   |                |               |                |                |                |
| Ingresos por ventas   | 1,20%          | 7,36%         | 1,84%          | -0,48%         | -0,74%         |
| Costos de Ventas  | 5,33%          | 6,11%         | 4,43%          | 2,84%          | 5,50%          |
| <b>Margen Bruto</b>   | <b>-2,28%</b>  | <b>8,50%</b>  | <b>-0,46%</b>  | <b>-3,58%</b>  | <b>-6,95%</b>  |
| Otros Ingresos, por funcion                                 | -23,92%        | 28,70%        | 3198,38%       | -90,37%        | -16,80%        |
| costos de distribucion                                      | -5,10%         | 5,60%         | 5,07%          | 1,45%          | 0,23%          |
| gastos de administracion                                    | 17,91%         | -9,58%        | 3,70%          | -12,47%        | -1,31%         |
| otros gastos, por funcion                                   | -9,14%         | 20,38%        | -12,14%        | 8,74%          | -7,10%         |
| otras ganancias (Perdidas)                                  | -195,37%       | -8,88%        | -150,65%       | -23,72%        | -451,99%       |
| <b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionale:</b>    | <b>-12,36%</b> | <b>16,42%</b> | <b>101,84%</b> | <b>-51,81%</b> | <b>-27,08%</b> |
| Ingresos financieros  | -29,58%        | -12,37%       | 203,29%        | -19,13%        | -74,38%        |
| costos financieros  | -14,49%        | 17,27%        | -5,44%         | 14,56%         | 0,88%          |
| Participacion en utilidad de asociadas y negocios conjuntos | 3,46%          | 57,98%        | 17,68%         | 47,93%         | -50,00%        |
| diferencia de cambio  | -53,58%        | -652,69%      | -224,87%       | -367,18%       | -127,45%       |
| resultado por unidades de reajuste                          | -33,42%        | -95,15%       | -751,10%       | -1183,23%      | -94,94%        |
| <b>Utilidad (pérdida) antes de impuesto</b>                 | <b>-13,09%</b> | <b>13,67%</b> | <b>126,20%</b> | <b>-60,55%</b> | <b>-24,66%</b> |
| Impuestos a las ganancias                                   | -41,29%        | 57,58%        | 172,98%        | -71,41%        | -13,74%        |
| <b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>                     | <b>-3,04%</b>  | <b>4,19%</b>  | <b>110,92%</b> | <b>-55,97%</b> | <b>-27,66%</b> |

Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias anuales y reportes financieros de CCU.

Anexo 12. Estado flujo de efectivo de 2020 de la empresa CCU.

**ESTADO CONSOLIDADO DE FLUJOS DE EFECTIVO**

| ESTADO CONSOLIDADO DE FLUJOS DE EFECTIVO  | Notas | Por los ejercicios terminados al 31 de diciembre de |                      |                      |
|---|-------|---|----------------------|----------------------|
|   |       | 2020  | 2019                 | 2018                 |
|   |       | M\$   | M\$                  | M\$                  |
| <b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Operación</b>   |       |   |                      |                      |
| <b>Clases de Cobros</b>   |       |   |                      |                      |
| Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios  |       | 2.330.736.906                                       | 2.398.342.913        | 2.063.846.199        |
| Otros cobros por actividades de operación   | 31    | 28.546.743  | 34.857.922           | 211.980.184          |
| <b>Clases de Pagos</b>  |       |   |                      |                      |
| Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios   |       | (1.469.361.333)                                     | (1.548.279.410)      | (1.308.662.407)      |
| Pagos a y por cuenta de los empleados   |       | (248.429.890)                                       | (240.710.775)        | (202.182.968)        |
| Otros pagos por actividades de operación  |       | (312.075.275)                                       | (302.964.849)        | (282.794.912)        |
| <b>Flujos de efectivo procedentes (utilizados en) operaciones</b>   |       | <b>329.417.151</b>                                  | <b>341.245.801</b>   | <b>482.186.096</b>   |
| Dividendos recibidos  |       | 656.445   | 428.681              | 374.208              |
| Intereses pagados   |       | (21.975.481)  | (24.943.412)         | (17.691.156)         |
| Intereses recibidos   |       | 2.106.264   | 13.053.176           | 13.627.809           |
| Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)  |       | (43.031.710)  | (93.733.867)         | (35.068.401)         |
| Otras entradas (salidas) de efectivo  | 32    | 13.496.844  | 6.269.666            | (14.115.425)         |
| <b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Operación</b>   |       | <b>280.669.513</b>                                  | <b>242.320.045</b>   | <b>429.313.131</b>   |
| <b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Inversión</b>   |       |   |                      |                      |
| Flujos de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias u otros negocios  | 8     | (1.028.076)   | (8.652.268)          | (5.819.495)          |
| Cobros a entidades relacionadas   |       | 29.702  | -                    | -                    |
| Otros cobros por la venta de participaciones en negocios conjuntos  | 10    | 1.273.947   | 1.240.461            | -                    |
| Otros pagos para adquirir participaciones en negocios conjuntos   | 8     | (19.287.372)  | (13.549.638)         | (59.505.559)         |
| Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo  |       | 392.213   | 6.049.705            | 1.064.516            |
| Compras de propiedades, planta y equipo   |       | (117.013.658)                                       | (134.668.653)        | (128.366.525)        |
| Compras de activos intangibles  |       | (5.773.071)   | (5.819.196)          | (3.073.897)          |
| Importes procedentes de otros activos a largo plazo   | 16    | -   | 11.200.000           | -                    |
| Otras entradas (salidas) de efectivo  |       | 861.168   | 13.863               | (3.301.141)          |
| <b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Inversión</b>   |       | <b>(140.545.147)</b>                                | <b>(144.185.726)</b> | <b>(199.002.101)</b> |
| <b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Financiación</b>  |       |   |                      |                      |
| Pagos por cambios en las participaciones en la propiedad en subsidiarias que no dan lugar a la pérdida de control                   | 8     | (86.912)  | -                    | (49.222.782)         |
| Importes procedentes de préstamos de largo plazo y bonos  |       | 196.786.489   | 25.641.701           | 91.326.177           |
| Importes procedentes de préstamos de corto plazo y bonos  |       | 72.550.018  | 25.347.785           | 92.681.410           |
| <b>Total importes procedentes de préstamos y bonos</b>  |       | <b>269.336.507</b>                                  | <b>50.989.486</b>    | <b>184.007.587</b>   |
| Préstamos de entidades relacionadas   |       | 10.000  | -                    | -                    |
| Pagos de préstamos y bonos  |       | (95.956.307)  | (27.049.506)         | (112.665.293)        |
| Pagos de pasivos por arrendamiento  |       | (6.857.420)   | (6.416.902)          | (1.077.462)          |
| Pagos de préstamos de entidades relacionadas  |       | (10.000)  | -                    | -                    |
| Dividendos pagados  |       | (102.135.646)                                       | (218.035.429)        | (74.825.181)         |
| Otras entradas (salidas) de efectivo  |       | 449.333   | 1.092.190            | 819.269              |
| <b>Flujos de Efectivo Procedentes de (Utilizados en) Actividades de Financiación</b>  |       | <b>64.749.555</b>                                   | <b>(199.420.161)</b> | <b>(52.963.862)</b>  |
| <b>Incremento Neto (Disminución) en el Efectivo y Equivalente al Efectivo, antes del Efecto de los Cambios en la Tasa de Cambio</b> |       | <b>204.873.921</b>                                  | <b>(101.285.842)</b> | <b>177.347.168</b>   |
| <b>Efectos de las variaciones en la tasa de cambio sobre el Efectivo y Equivalente</b>  |       | <b>(4.854.129)</b>                                  | <b>(21.358.984)</b>  | <b>(28.377.720)</b>  |
| <b>Incremento (disminución) de efectivo y equivalentes al efectivo</b>  |       | <b>200.019.792</b>                                  | <b>(122.644.826)</b> | <b>148.969.448</b>   |
| <b>Efectivo y Equivalentes al Efectivo, Saldo Inicial</b>   |       | <b>196.369.224</b>                                  | <b>319.014.050</b>   | <b>170.044.602</b>   |
| <b>Efectivo y Equivalentes al Efectivo, Saldo Final</b>   | 8     | <b>396.389.016</b>                                  | <b>196.369.224</b>   | <b>319.014.050</b>   |

Fuente: Estado de flujo de efectivo 2020 extraído de la memoria anual CCU 2020.

**Anexo 13.** Calculo tasa de mercado de los bonos de CCU.

| Bono                            | serie J      | serie L      | serie M      | serie D      | serie H      |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tasa Cupon (Kd)                 | 2,90%        | 1,20%        | 1,60%        | 1%           | 4,25%        |
| Fecha colocación                | 30-06-2018   | 10-06-2020   | 10-06-2020   | 10-06-2020   | 23-03-2009   |
| Fecha vencimiento               | 10-08-2043   | 01-06-2027   | 01-06-2030   | 01-15-2025   | 15-03-2030   |
| Tasa colocación                 | 2,85%        | 0,85%        | 1,20%        | 0,50%        | 4,30%        |
| rf en emisión BCU30             | 2,32%        | 0,55%        | 0,55%        | 0,55%        | 3,27%        |
| rf en emisión BCU20             | 2,12%        | 0,40%        | 0,40%        | 0,40%        | 3,10%        |
| rf en emisión BCU10             | 1,59%        | 0,05%        | 0,05%        | 0,05%        | 2,66%        |
| rf en emisión BCU5              | 1,08%        | -0,40%       | -0,40%       | -0,40%       | 1,89%        |
| Spread BCU30                    | 0,53%        | 0,30%        | 0,65%        | -0,05%       | 1,03%        |
| Spread BCU20                    | <b>0,73%</b> | 0,45%        | 0,80%        | 0,10%        | <b>1,20%</b> |
| Spread BCU10                    | 1,26%        | <b>0,80%</b> | <b>1,15%</b> | 0,45%        | 1,64%        |
| Spread BCU5                     | 1,77%        | 1,25%        | 1,60%        | <b>0,90%</b> | 2,41%        |
| X rf a 31-12-2020<br>BCU20/10/5 | 0,93%        | 0,38%        | 0,38%        | -0,10%       | 0,93%        |
| Tasa Mercado                    | <b>1,66%</b> | <b>1,18%</b> | <b>1,53%</b> | <b>0,80%</b> | <b>2,13%</b> |

Fuente: Elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y datos de presentaciones para inversionistas de CCU sobre emisiones de los bonos y recopilación de datos de la base del Banco Central.

**Anexo 14.** Regresión para obtención beta de la acción de CCU año 2016.

| Resumen 2016                                 |                  |              |               |              |                    |              |                |                |
|--|------------------|--------------|---------------|--------------|--------------------|--------------|----------------|----------------|
| <i>Estadísticas de la regresión</i>          |                  |              |               |              |                    |              |                |                |
| Coefficiente de correlación múltiple         | 0,59859809       |              |               |              |                    |              |                |                |
| Coefficiente de determinación R <sup>2</sup> | 0,35831967       |              |               |              |                    |              |                |                |
| R <sup>2</sup> ajustado                      | 0,35208976       |              |               |              |                    |              |                |                |
| Error típico                                 | 0,02771641       |              |               |              |                    |              |                |                |
| Observaciones                                | 105              |              |               |              |                    |              |                |                |
| ANÁLISIS DE VARIANZA                         |                  |              |               |              |                    |              |                |                |
|  | G. de libertad   | Suma cua.    | Promedio cua. | F            | Valor crítico de F |              |                |                |
| Regresión                                    | 1                | 0,044183799  | 0,044183799   | 57,5160622   | 1,5386E-11         |              |                |                |
| Residuos                                     | 103              | 0,079124529  | 0,000768199   |              |                    |              |                |                |
| Total  | 104              | 0,123308328  |               |              |                    |              |                |                |
|  | Coefficientes    | Error típico | Estadístico t | Probabilidad | Inferior 95%       | Superior 95% | Inferior 95,0% | Superior 95,0% |
| Intercepción                                 | 0,00091137       | 0,002711453  | 0,336117115   | 0,73746631   | -0,004466162       | 0,00628889   | -0,004466162   | 0,006288894    |
| <b>Variable X 1</b>                          | <b>1,3689269</b> | 0,180503523  | 7,58393448    | 1,5386E-11   | 1,010940729        | 1,72691306   | 1,010940729    | 1,726913061    |

Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y paginas financieras (investing y Yahoo! Finance).

### Anexo 15. Regresión para obtención beta de la acción de CCU año 2017.

| Resumen 2017                                 |                       |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
|--|-----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>Estadísticas de la regresión</i>          |                       |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Coefficiente de correlación múltiple         | 0,57966163            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Coefficiente de determinación R <sup>2</sup> | 0,3360076             |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| R <sup>2</sup> ajustado                      | 0,32956107            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Error típico                                 | 0,02215638            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Observaciones                                | 105                   |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| <b>ANÁLISIS DE VARIANZA</b>                  |                       |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
|  | <i>G. de libertad</i> | <i>Suma cua.</i>    | <i>Promedio cua.</i> | <i>F</i>            | <i>Valor crítico de F</i> |                     |                       |                       |
| Regresión                                    | 1                     | 0,025587085         | 0,025587085          | 52,1222575          | 9,22286E-11               |                     |                       |                       |
| Residuos                                     | 103                   | 0,050563231         | 0,000490905          |                     |                           |                     |                       |                       |
| Total  | 104                   | 0,076150315         |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
|  | <i>Coefficientes</i>  | <i>Error típico</i> | <i>Estadístico t</i> | <i>Probabilidad</i> | <i>Inferior 95%</i>       | <i>Superior 95%</i> | <i>Inferior 95,0%</i> | <i>Superior 95,0%</i> |
| Intercepción                                 | -0,0023993            | 0,002232992         | -1,074462137         | 0,28512623          | -0,006827879              | 0,00202935          | -0,006827879          | 0,002029348           |
| <b>Variable X 1</b>                          | <b>0,89399674</b>     | 0,123829559         | 7,219574605          | 9,2229E-11          | 0,648410015               | 1,13958346          | 0,648410015           | 1,139583463           |

Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y paginas financieras (investing y Yahoo! Finance).

### Anexo 16. Regresión para obtención beta de la acción de CCU año 2018.

| Resumen 2018                                 |                       |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
|--|-----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>Estadísticas de la regresión</i>          |                       |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Coefficiente de correlación múltiple         | 0,45627101            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Coefficiente de determinación R <sup>2</sup> | 0,20818324            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| R <sup>2</sup> ajustado                      | 0,20042033            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Error típico                                 | 0,01963577            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Observaciones                                | 104                   |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| <b>ANÁLISIS DE VARIANZA</b>                  |                       |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
|  | <i>G. de libertad</i> | <i>Suma cua.</i>    | <i>Promedio cua.</i> | <i>F</i>            | <i>Valor crítico de F</i> |                     |                       |                       |
| Regresión                                    | 1                     | 0,010339914         | 0,010339914          | 26,8176822          | 1,12862E-06               |                     |                       |                       |
| Residuos                                     | 102                   | 0,039327455         | 0,000385563          |                     |                           |                     |                       |                       |
| Total  | 103                   | 0,049667369         |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
|  | <i>Coefficientes</i>  | <i>Error típico</i> | <i>Estadístico t</i> | <i>Probabilidad</i> | <i>Inferior 95%</i>       | <i>Superior 95%</i> | <i>Inferior 95,0%</i> | <i>Superior 95,0%</i> |
| Intercepción                                 | 0,00117856            | 0,00194338          | 0,606448983          | 0,54556404          | -0,002676124              | 0,00503325          | -0,002676124          | 0,005033245           |
| <b>Variable X 1</b>                          | <b>0,56734641</b>     | 0,109556384         | 5,178579173          | 1,1286E-06          | 0,350041839               | 0,78465097          | 0,350041839           | 0,784650974           |

Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y paginas financieras (investing y Yahoo! Finance).

### Anexo 17. Regresión para obtención beta de la acción de CCU año 2019.

| Resumen 2019                                 |                       |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
|--|-----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>Estadísticas de la regresión</i>          |                       |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Coefficiente de correlación múltiple         | 0,39539167            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Coefficiente de determinación R <sup>2</sup> | 0,15633457            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| R <sup>2</sup> ajustado                      | 0,14806334            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Error típico                                 | 0,02257685            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Observaciones                                | 104                   |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| <b>ANÁLISIS DE VARIANZA</b>                  |                       |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
|  | <i>G. de libertad</i> | <i>Suma cua.</i>    | <i>Promedio cua.</i> | <i>F</i>            | <i>Valor crítico de F</i> |                     |                       |                       |
| Regresión                                    | 1                     | 0,009634112         | 0,009634112          | 18,9010075          | 3,26606E-05               |                     |                       |                       |
| Residuos                                     | 102                   | 0,051990846         | 0,000509714          |                     |                           |                     |                       |                       |
| Total  | 103                   | 0,061624958         |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
|  | <i>Coefficientes</i>  | <i>Error típico</i> | <i>Estadístico t</i> | <i>Probabilidad</i> | <i>Inferior 95%</i>       | <i>Superior 95%</i> | <i>Inferior 95,0%</i> | <i>Superior 95,0%</i> |
| Intercepción                                 | -0,0005982            | 0,002221943         | -0,269202278         | 0,78831783          | -0,005005365              | 0,00380906          | -0,005005365          | 0,003809061           |
| <b>Variable X 1</b>                          | <b>0,55363252</b>     | 0,127344183         | 4,347528895          | 3,2661E-05          | 0,301045932               | 0,8062191           | 0,301045932           | 0,806219099           |

Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y paginas financieras (investing y Yahoo! Finance).

## Anexo 18. Regresión para obtención beta de la acción de CCU año 2020.

| Resumen 2020                                 |                       |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
|--|-----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>Estadísticas de la regresión</i>          |                       |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Coefficiente de correlación múltiple         | 0,65599796            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Coefficiente de determinación R <sup>2</sup> | 0,43033333            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| R <sup>2</sup> ajustado                      | 0,42474836            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Error típico                                 | 0,03236966            |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| Observaciones                                | 104                   |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
| <b>ANÁLISIS DE VARIANZA</b>                  |                       |                     |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
|  | <i>G. de libertad</i> | <i>Suma cua.</i>    | <i>Promedio cua.</i> | <i>F</i>            | <i>Valor crítico de F</i> |                     |                       |                       |
| Regresión                                    | 1                     | 0,080734782         | 0,080734782          | 77,0520759          | 4,0829E-14                |                     |                       |                       |
| Residuos                                     | 102                   | 0,106875092         | 0,001047795          |                     |                           |                     |                       |                       |
| Total  | 103                   | 0,187609874         |                      |                     |                           |                     |                       |                       |
|  | <i>Coefficientes</i>  | <i>Error típico</i> | <i>Estadístico t</i> | <i>Probabilidad</i> | <i>Inferior 95%</i>       | <i>Superior 95%</i> | <i>Inferior 95,0%</i> | <i>Superior 95,0%</i> |
| Intercepción                                 | -0,0029544            | 0,003176656         | -0,930029782         | 0,35455155          | -0,009255266              | 0,0033465           | -0,009255266          | 0,003346497           |
| <b>Variable X 1</b>                          | <b>0,75947978</b>     | 0,086521501         | 8,777931186          | 4,0829E-14          | 0,587864794               | 0,93109477          | 0,587864794           | 0,931094768           |

Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y paginas financieras (investing y Yahoo! Finance).

## Anexo 19. Balance general CCU en UF para el periodo de 2015-2020

|   | dic-15            | dic-16            | dic-17            | dic-18            | dic-19            | dic-20            |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|   | UF                | UF                | UF                | UF                | UF                | UF                |
| <b>Activos:</b>                                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>Activos corrientes:</b>                        |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Efectivo y equivalentes al efectivo               | 7.513.113         | 5.087.038         | 6.360.029         | 11.572.825        | 6.936.406         | 13.635.518        |
| Otros activos financieros                         | 532.368           | 319.056           | 401.108           | 825.134           | 346.711           | 420.105           |
| Otros activos no financieros                      | 688.841           | 601.993           | 592.234           | 684.233           | 791.086           | 525.572           |
| Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar   | 9.841.393         | 10.656.913        | 10.704.996        | 11.634.070        | 10.597.477        | 9.473.161         |
| cuentas por cobrar a entidades relacionadas       | 186.855           | 134.209           | 217.335           | 110.602           | 115.814           | 182.766           |
| inventarios                                       | 6.798.034         | 7.564.585         | 7.554.776         | 8.273.379         | 8.210.348         | 7.975.254         |
| Activos biológicos corrientes                     | 297.839           | 301.669           | 305.115           | 307.986           | 334.125           | 364.462           |
| activos por impuestos corrientes                  | 595.582           | 1.116.726         | 1.092.185         | 627.678           | 534.522           | 373.761           |
| Activos no corrientes mantenidos para la venta    | 246.568           | 90.249            | 86.238            | 100.872           | 13.534            | 72.972            |
| <b>Total Activos corrientes</b>                   | <b>26.700.592</b> | <b>25.872.440</b> | <b>27.314.016</b> | <b>34.136.778</b> | <b>27.880.022</b> | <b>33.023.572</b> |
| <b>Activos no corrientes:</b>                     |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Otros activos financieros                         | 3.130             | 7.734             | 71.744            | 120.623           | 164.979           | 411.190           |
| Otros activos no financieros                      | 1.056.122         | 179.434           | 203.155           | 181.644           | 248.757           | 291.695           |
| cuentas por cobrar no corrientes                  | 0                 | 135.259           | 124.572           | 122.004           | 113.904           | 64.005            |
| cuentas por cobrar a entidades relacionadas       | 17.400            | 13.537            | 9.667             | 6.924             | 4.172             | 4.560             |
| Inversiones contabilizada metodo de participacion | 1.950.723         | 2.444.398         | 3.712.919         | 5.151.958         | 4.807.430         | 4.509.986         |
| activos intangibles distintos plusvalia           | 2.501.861         | 2.957.880         | 2.881.178         | 4.315.644         | 4.437.264         | 4.411.971         |
| plusvalia   | 3.250.235         | 3.678.709         | 3.538.894         | 4.463.681         | 4.413.836         | 4.031.284         |
| PPE ( neto)                                       | 34.049.871        | 34.314.005        | 34.331.911        | 37.048.335        | 38.768.509        | 38.100.539        |
| Propiedades de inversion                          | 266.806           | 237.355           | 217.881           | 316.187           | 293.652           | 265.079           |
| activos por impuestos diferidos                   | 1.347.281         | 1.209.377         | 1.509.225         | 1.367.314         | 1.926.131         | 1.755.904         |
| Activos por impuestos corrientes, no corrientes   | 0                 | 0                 | 0                 | 46.106            | 81.425            | 111               |
| <b>Total Activos no corrientes</b>                | <b>44.443.430</b> | <b>45.177.687</b> | <b>46.601.148</b> | <b>53.140.420</b> | <b>55.260.059</b> | <b>53.846.324</b> |
| <b>TOTAL ACTIVOS</b>                              | <b>71.144.022</b> | <b>71.050.127</b> | <b>73.915.164</b> | <b>87.277.198</b> | <b>83.140.081</b> | <b>86.869.896</b> |

|   | dic-15            | dic-16            | dic-17            | dic-18            | dic-19            | dic-20            |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Pasivos:</b>                                       | <b>UF</b>         | <b>UF</b>         | <b>UF</b>         | <b>UF</b>         | <b>UF</b>         | <b>UF</b>         |
| <b>Pasivos corrientes:</b>                            |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Otros pasivos financieros                             | 1.715.784         | 2.530.742         | 2.004.442         | 2.276.987         | 2.415.608         | 2.547.756         |
| CxP comerciales y otras cuentas                       | 8.885.872         | 9.858.041         | 10.535.488        | 11.005.677        | 10.832.081        | 11.163.309        |
| CxP EERR  | 453.556           | 361.700           | 376.604           | 251.649           | 317.183           | 634.061           |
| Otras provisiones corto plazo                         | 19.643            | 15.529            | 13.082            | 14.695            | 107.416           | 102.665           |
| pasivos por impuestos corrientes                      | 475.944           | 448.096           | 842.544           | 2.752.885         | 724.282           | 731.028           |
| provisiones corrientes x beneficios a los empleados   | 847.165           | 866.792           | 981.151           | 1.153.392         | 966.311           | 1.372.554         |
| Otros pasivos no financieros                          | 2.768.032         | 2.708.745         | 2.778.914         | 5.969.556         | 1.708.226         | 1.372.554         |
| <b>Total Pasivos corrientes</b>                       | <b>15.165.996</b> | <b>16.789.647</b> | <b>17.532.225</b> | <b>23.424.841</b> | <b>17.071.106</b> | <b>17.923.927</b> |
| <b>Pasivos no corrientes:</b>                         |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Otros pasivos financieros                             | 5.342.622         | 4.476.398         | 6.021.807         | 8.277.844         | 9.246.550         | 15.138.360        |
| Otras cuentas por pagar                               | 64.189            | 41.100            | 20.264            | 450               | 938               | 684               |
| Otras provisiones a largo plazo                       | 57.611            | 50.232            | 46.393            | 269.383           | 18.791            | 16.803            |
| pasivos por impuestos diferidos                       | 3.439.333         | 3.294.957         | 3.528.894         | 3.936.044         | 4.647.928         | 4.084.231         |
| provisiones no corrientes x beneficio a los empleados | 739.340           | 828.618           | 879.586           | 975.887           | 1.185.843         | 1.227.312         |
| <b>Total Pasivos no corrientes</b>                    | <b>9.643.094</b>  | <b>8.691.305</b>  | <b>10.496.944</b> | <b>13.459.608</b> | <b>15.100.049</b> | <b>20.467.390</b> |
| <b>Total Pasivos</b>                                  | <b>24.809.090</b> | <b>25.480.952</b> | <b>28.029.169</b> | <b>36.884.449</b> | <b>32.171.156</b> | <b>38.391.316</b> |
| <b>Patrimonio</b>                                     |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Capital emitido                                       | 21.955.260        | 21.356.223        | 21.045.926        | 20.412.742        | 19.876.176        | 19.356.277        |
| otras reservas  | -4.027.705        | -5.426.351        | -6.660.394        | -5.479.554        | -4.857.041        | -6.464.467        |
| resultados acumulados                                 | 23.346.496        | 24.957.442        | 26.797.087        | 31.505.775        | 31.892.097        | 31.709.488        |
| Sub Total Atribuible a los propietarios               | 41.274.051        | 40.887.315        | 41.182.620        | 46.438.963        | 46.911.232        | 44.601.298        |
| Participaciones no controladoras                      | 5.060.881         | 4.681.860         | 4.703.375         | 3.953.786         | 4.057.693         | 3.861.126         |
| <b>Total Patrimonio</b>                               | <b>46.334.932</b> | <b>45.569.175</b> | <b>45.885.995</b> | <b>50.392.749</b> | <b>50.968.926</b> | <b>48.462.425</b> |
| <b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO</b>                     | <b>71.144.022</b> | <b>71.050.127</b> | <b>73.915.164</b> | <b>87.277.198</b> | <b>83.140.081</b> | <b>86.853.741</b> |

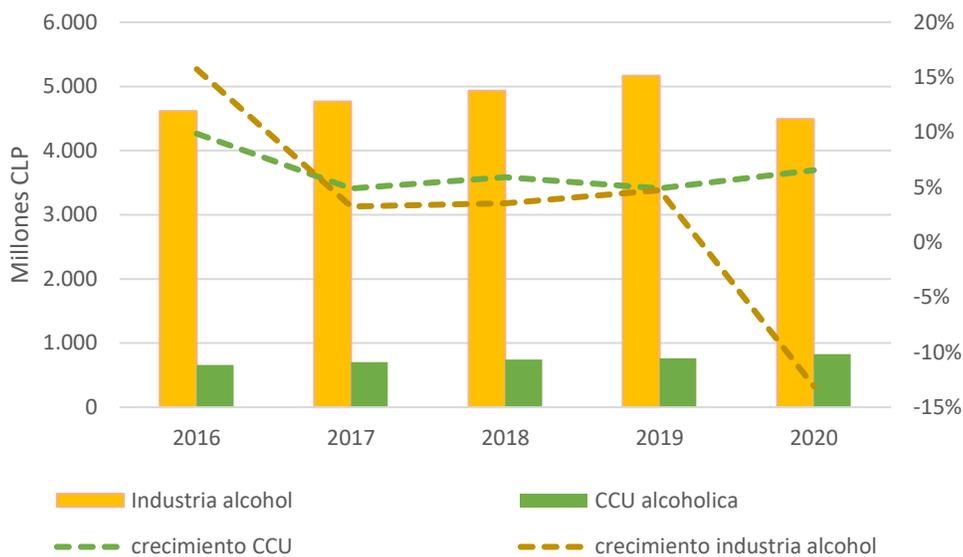
Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU.

## Anexo 20. Estados de Resultados CCU en UF para el periodo de 2015-2020.

|   | dic-15            | dic-16            | dic-17            | dic-18            | dic-19            | dic-20            |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>EERR</b>   | <b>UF</b>         | <b>UF</b>         | <b>UF</b>         | <b>UF</b>         | <b>UF</b>         | <b>UF</b>         |
| Ingresos por ventas   | 58.463.711        | 59.165.739        | 63.522.300        | 64.691.864        | 64.378.119        | 63.899.986        |
| Costos de Ventas  | -26.730.378       | -28.154.717       | -29.874.522       | -31.198.503       | -32.084.780       | -33.850.181       |
| <b>Margen Bruto</b>   | <b>31.733.334</b> | <b>31.011.022</b> | <b>33.647.778</b> | <b>33.493.361</b> | <b>32.293.340</b> | <b>30.049.805</b> |
| Otros Ingresos, por funcion                                 | 256.632           | 195.239           | 251.264           | 8.287.629         | 797.766           | 663.766           |
| costos de distribucion                                      | -10.831.431       | -10.279.187       | -10.855.111       | -11.405.121       | -11.569.928       | -11.596.069       |
| gastos de administracion                                    | -4.999.623        | -5.895.036        | -5.330.350        | -5.527.738        | -4.838.415        | -4.775.029        |
| otros gastos, por funcion                                   | -8.162.646        | -7.416.588        | -8.928.039        | -7.844.383        | -8.529.857        | -7.923.872        |
| otras ganancias (Perdidas)                                  | 332.123           | -316.757          | -288.624          | 146.182           | 111.509           | -392.499          |
| <b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacional</b>      | <b>8.328.388</b>  | <b>7.298.693</b>  | <b>8.496.918</b>  | <b>17.149.930</b> | <b>8.264.414</b>  | <b>6.026.102</b>  |
| Ingresos financieros  | 306.126           | 215.579           | 188.916           | 572.973           | 463.358           | 118.717           |
| costos financieros  | -901.371          | -770.732          | -903.871          | -854.707          | -979.169          | -987.745          |
| Participacion en utilidad de asociadas y negocios conjuntos | -203.992          | -211.042          | -333.406          | -392.353          | -580.424          | -290.234          |
| diferencia de cambio  | 37.362            | 17.345            | -95.862           | 119.701           | -319.822          | 87.781            |
| resultado por unidades de reajuste                          | -128.086          | -85.276           | -4.134            | 26.919            | -291.594          | -14.764           |
| <b>Utilidad (pérdida) antes de impuesto</b>                 | <b>7.438.427</b>  | <b>6.464.567</b>  | <b>7.348.560</b>  | <b>16.622.464</b> | <b>6.556.763</b>  | <b>4.939.857</b>  |
| Impuestos a las ganancias                                   | -1.955.376        | -1.147.958        | -1.808.990        | -4.938.252        | -1.412.080        | -1.218.026        |
| <b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>                     | <b>5.483.050</b>  | <b>5.316.608</b>  | <b>5.539.569</b>  | <b>11.684.212</b> | <b>5.144.683</b>  | <b>3.721.831</b>  |

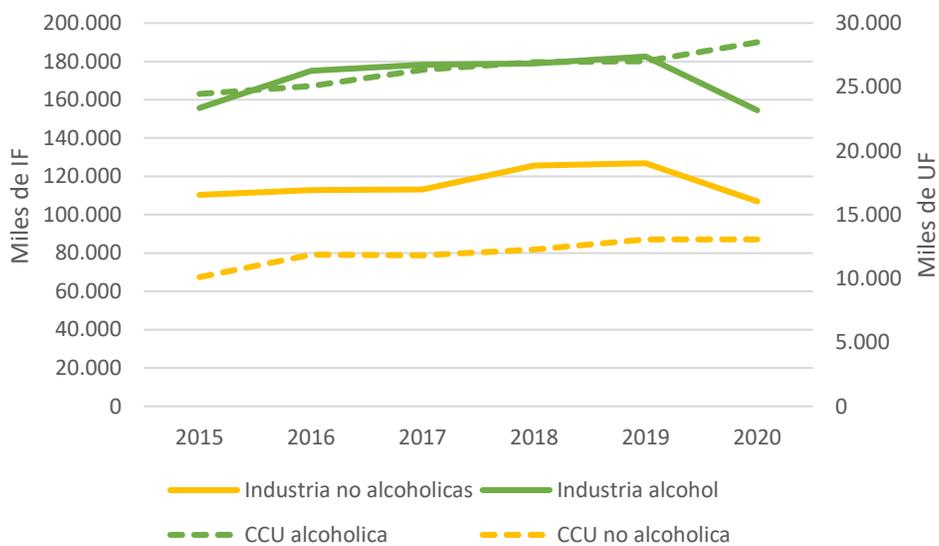
Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU.

**Anexo 21: Industria alcohol v/s venta productos alcohólico CCU, con tasas de crecimiento**



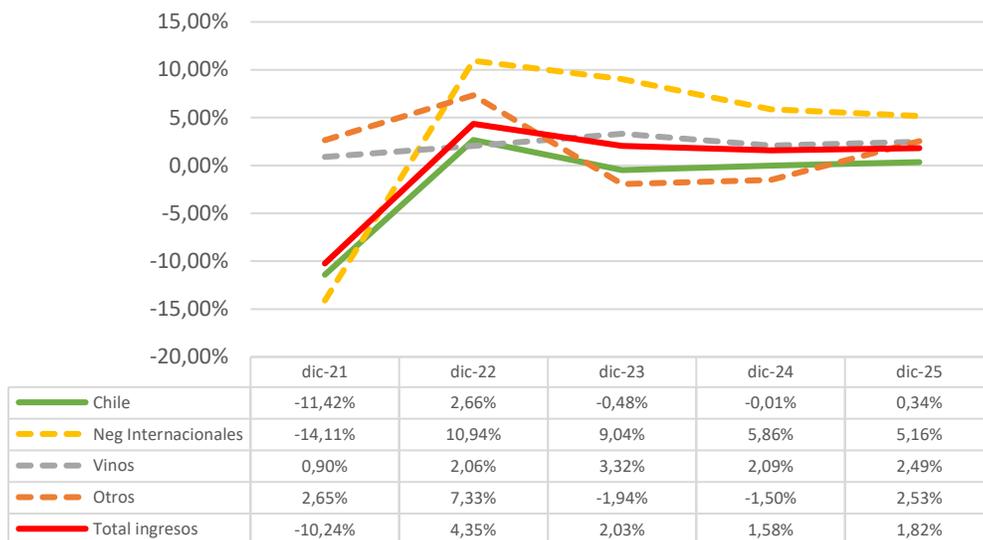
Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y Euromonitor.

**Anexo 22. Ventas alcohólicas y no alcohólicas de CCU en comparación con la industria.**



Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y Euromonitor.

**Anexo 23.** Tasas de crecimiento esperadas para las proyecciones realizadas por unidad de negocio.



Fuente: elaboración propia con datos de las memorias anuales de CCU y Euromonitor.

**Anexo 24.** Detalle de las inversiones por segmento extraídas de la memoria anual de CCU.

| Segmentos de operación (Millones de CLP) | 2021           | 2022           | 2023           | 2024           |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Chile                                    | 128.551        | 87.120         | 66.062         | 66.346         |
| Negocios Internacionales                 | 38.780         | 24.926         | 26.117         | 37.435         |
| Vinos                                    | 12.495         | 20.609         | 15.297         | 19.171         |
| Otros                                    | 8.023          | 3.268          | 2.800          | 2.800          |
| <b>Total</b>                             | <b>187.849</b> | <b>135.924</b> | <b>110.276</b> | <b>125.752</b> |

Fuente: memoria anual 2020 de CCU.