



VALORACION DE COMPAÑÍA CERVECERIAS UNIDAS S.A
Mediante Método de Flujo de Caja

VALORACION DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS

Alumno: Matias Vergara González

Profesor Guía: Carlos Maquieira

Santiago, junio 2021

Índice

Resumen Ejecutivo	4
1.- Metodología	5
1.1.- Principales métodos de valoración:	5
1.1.1.- Modelo de descuento de dividendo	5
1.1.2.- Método de Flujo de caja descontado	6
1.1.3.- Método de múltiplos	8
2.- Descripción de la industria y la empresa.	10
2.1.- Descripción de la empresa:	10
2.1.1.- Antecedentes	10
2.1.2.- Reseña Histórica	12
2.1.3.- Principales Accionistas	14
2.1.4.- Filiales	15
2.1.5.- Asociaciones y negocios conjuntos	16
2.2.- Descripción de la industria:	17
2.2.1.- Estado Actual	18
2.2.2.- Regulación y Fiscalización	21
2.2.3.- Empresas Comparables	22
3.- Estructura de capital de la empresa	26
3.1.- Bonos	26
3.2.- Deuda financiera	27
3.3.- Patrimonio Económico.	29
3.4.- Valor económico de la empresa	29
3.5.- Estructura de capital objetivo	30
4.- Estimación del costo de capital	32
4.1.- Costo y Beta de la deuda	32
4.2.- Estimación del Beta Patrimonial	32
4.3.- Beta patrimonial sin deuda	33
4.4.- Beta Patrimonial con deuda	34
4.5.- Costo Patrimonial	34
4.6.- Costo de Capital	34
5.- Análisis del negocio	35
5.1.- Análisis de crecimiento de la empresa	35

5.2.- Análisis de costos y gastos operacionales de la empresa	40
5.3.- Análisis del resultado no operacional de la empresa	46
5.4.- Análisis de márgenes de la empresa	48
5.5.- Análisis de los activos de la empresa	49
5.5.1 Activos operaciones y no operacionales:	49
5.5.2.- Capital de trabajo operativo neto	52
5.5.3.- Inversiones	54
5.6.- Análisis de crecimiento de la industria	55
6.- Proyección del estado de resultado	64
6.1.- Ingresos operacionales proyectados.	64
6.2.- Costos operacionales proyectados	68
6.3.- Resultado no operacional proyectado	71
6.4.- Impuestos corporativos proyectados	73
6.5.- Estado de resultado proyectado	73
7.- Proyección de los flujos de caja libre	74
7.1.- Inversión en reposición	74
7.2.- Nuevas Inversiones de Capital	74
7.3.- Inversión (liberación) de capital de trabajo operativo neto	75
7.4.- Valor Terminal	76
7.5.- Proyección de los Flujos de Caja Libre	76
8.- Precio de la Acción Estimado	78
8.1.- Valor presente de los flujos de caja libre	78
8.2.- Déficit o Exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto	78
8.3.- Activos Prescindibles	79
8.4.- Valorización Económica de la empresa	79
8.5.- Análisis de sensibilidad	80
9.- Conclusiones	83
Anexos	84
Bibliografía	89

Resumen Ejecutivo

El presente informe tiene como finalidad entregar la valoración económica de la empresa Compañía Cervecerías Unidas S.A. ("CCU") utilizando el método de Flujo de Caja Descontados al 31 de junio del 2021. Para luego poder comparar el precio de la acción estimado con el valor de mercado a esa fecha.

El método de valoración a realizar corresponde a Flujos de Caja Descontados, proceso que requiere de una revisión de los Estados Financieros de la empresa, que en nuestro caso corresponderán a los periodos 2016 a junio 2021 para luego ser proyectados hasta el año 2025.

CCU fue fundada en el año 1850 cuyo giro es la producción, embotellación, venta y distribución de diversas bebidas, tanto alcohólicas como no alcohólicas. CCU mantiene operaciones en 6 países de Latinoamérica (Chile, Argentina, Uruguay, Paraguay, Bolivia y Colombia) y exportaciones de vino a más de 80 países.

En el informe se podrá encontrar los distintos métodos de valoración de empresas; la descripción de la empresa y su industria; estados financieros de la empresa; la estructura de capital de la empresa; se estima el costo de capital de la empresa; se realiza un análisis operacional del negocio; se proyectan los Estados de Resultado; se proyectan los flujos de caja libre y se calcula el precio de la acción al 31 de junio del 2021 y se compara con el real a la fecha.

El precio de la acción estimado para Empresas CCU S.A. a la fecha de valoración es de \$8.646, mientras que el precio de mercado el mismo día fue de \$7400, obteniendo una sobrevaloración de 16,84%.

1.- Metodología

1.1.- Principales métodos de valoración:

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos. 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 económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos. Nos concentramos en adelante en los dos primeros métodos de valoración, el método de múltiplos de flujos de caja descontados 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.

1.1.1.- Modelo de descuento de dividendo

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:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA}{Kp}$$

DPA: es el dividendo por acción, y Kp: 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:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{DPA1}{(Kp-g)}$$

1.1.2.- Método de Flujo de caja descontado

El método de flujos 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 (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué 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 (Damodaran, 2002).

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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

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 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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

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) (Maquieira y Espinosa, 2019).

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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de

trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

1.1.3.- 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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maqueira y Espinosa, 2019).

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 (Fernández, 2012; Damodaran, 2002; Maqueira y Espinosa, 2019).

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

- Múltiplos de ganancia:
 - Precio de la acción / Utilidad (PU o PE)
 - Valor / EBIT
 - Valor / EBITDA
 - Valor / Flujo de caja
- Múltiplos 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)
- Múltiplo de ventas:
 - Precio de la acción / Ventas por acción
 - Value / Sales
- Múltiplo de variables de industria específica:
 - Precio / Kwh
 - Precio por tonelada de cobre

- o Valor por metro cuadrado (m^2) construido en retail

2.- Descripción de la industria y la empresa.

2.1.- Descripción de la empresa:

Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU en adelante) es una empresa multicategoría de bebestibles, con operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay, Uruguay y Colombia. En Chile, CCU es uno de los principales actores en cada una de las categorías en las que participa, incluyendo cervezas, bebidas gaseosas, aguas minerales y envasadas, néctares, vino y pisco, entre otros. A nivel sudamericano, es el segundo mayor cervecero en Argentina y participa, además, en las industrias de sidras, licores y vinos; en Uruguay y Paraguay está presente en el mercado de cervezas, aguas minerales y envasadas, gaseosas y néctares; en Bolivia participa en las industrias de cervezas, aguas envasadas, gaseosas y malta; en Colombia participa en el mercado de cervezas y malta.

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 la normativa dictada al efecto por la Comisión para el Mercado Financiero (“CMF”).

Cotiza sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile, Bolsa Electrónica de Chile y Bolsa de Corredores de Valparaíso. La Compañía también se encuentra registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos de Norteamérica (Securities and Exchange Commission) y cotiza sus American Depositary Shares (ADS) en la Bolsa de Nueva York (NYSE).

2.1.1.- Antecedentes

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

La compañía define 3 Segmentos de Operación: Negocios en Chile, Internacionales y Vinos. Sin embargo, existe un cuarto segmento definido como Otros, el cual representa los gastos e ingresos de Unidades de Apoyo Corporativos (UAC).

- Chile: Cervezas, bebidas no alcohólicas, licores y Unidades Estratégicas de Servicio (“UES”).

- Negocios Internacionales: Cervezas, sidras, bebidas no alcohólicas y licores en los mercados de Argentina, Bolivia, Paraguay, Uruguay.
- Vinos: Mercado en Chile y Argentina, y la exportación a más de 80 países.

Tabla 1: Fuente de ingresos según segmento

Segmento de operación	2T-2020		2020		2T-2021	
	Ingresos	%	Ingresos	%	Ingresos	%
Chile	19.043.734	66%	42.750.220	67%	23.886.236	68%
Internacional	6.453.070	22%	13.857.049	22%	7.423.873	21%
Vinos	3.759.249	13%	8.091.067	13%	4.078.953	12%
Otros	-346.210	-1%	-798.340	-1%	-396.132	-1,13%
Total UF	28.909.843	100%	63.899.997	100%	34.992.930	100%

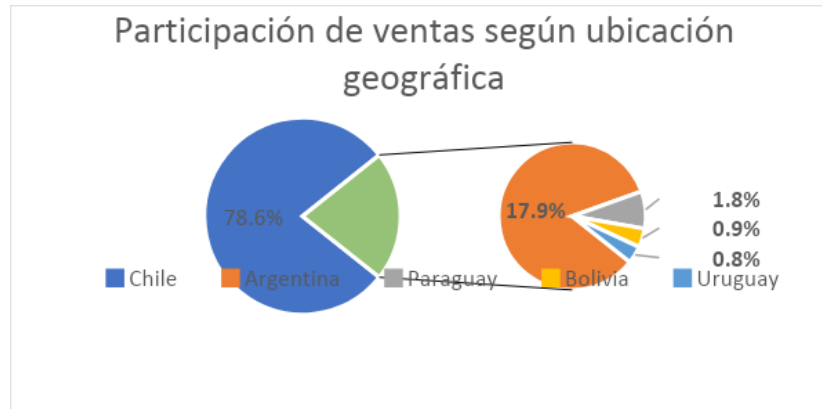
Fuente: Elaboración propia en base a reportes consolidados CCU.

De acuerdo con la tabla número 1 la empresa durante el año 2021¹ logro un ingreso por venta consolidado de UF 34.992.930, de los cuales las operaciones realizadas en Chile representan un 68% equivalente a UF 23.886.236, mientras que las operaciones internacionales representan un 21% equivalente a UF 7.423.873 y el segmento de los vinos representa un 12% equivalente a UF 4.078.953. Si bien la suma de estos porcentajes es mayor a 100% esto se debe a que las unidades de apoyos corporativos reportan un gasto de UF 396.132, equivalente a un 1%. Es importante destacar que en comparación al año 2020 los porcentajes que representa para segmento operativo no han variado de forma significativa.

En cuanto al grafico número 1, argentina con ventas de cervezas, vinos y sidra es el mercado extranjero más significativo de CCU S.A. representado 17,9% de los ingresos, luego lo sigue el mercado paraguayo con ventas de cerveza, bebidas carbonatadas, jugos/néctar y agua representando 1,8%, y finalmente el mercado boliviano y uruguayo con ventas de cerveza, bebidas carbonatadas, jugos/néctar y agua representan 0,9% y 0,8% respectivamente.

Gráfico 1: Participación de ventas según ubicación geográfica

¹ Consolidado desde el 1 de enero al 30 de junio



Fuente: Elaboración propia con datos del estado financiero intermedio 2021.

Según la tabla número 2, durante lo transcurrido por los dos primeros trimestres del año 2021, CCU logró una utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA según sus siglas en inglés) equivalente a UF 6.332.046, esto equivale un aumento del 64,62% en comparación al mismo periodo, pero del año 2020, dado que el acumulado de los primeros 6 meses del año 2020 CCU genero un EBITDA de UF 3.847.577.

Tabla 2: Fuente de EBITDA según segmento

Segmento de operación	2T-2020		2020		2T-2021	
	EBITDA	%	EBITDA	%	EBITDA	%
Chile	3.428.476	89%	8.419.856	83%	5.448.735	86%
Internacional	-66.698	-2%	832.498	8%	487.482	8%
Vinos	697.753	18%	1.482.783	15%	706.467	11%
Otros	-212.953	-6%	-539.003	-5%	-310.638	-5%
Total UF	3.846.577	13%	10.196.135	100%	6.332.046	100%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes consolidados CCU.

De acuerdo a los segmentos de operación, Chile compone el 86% del EBITDA equivalente a UF 5.448.735 el cual posee un aumento del 59% en comparación al acumulado hasta el segundo trimestre del 2020, luego lo sigue el segmento de los vinos con un 11% equivalente a UF 706.467 y finalmente el segmento internacional con un 8% equivalente a UF 487.482, este segmento presenta un aumento del 831% en comparación al año 2020, dado que para el periodo mencionado anteriormente se reportó un EBITDA negativo de UF 66.698

2.1.2.- Reseña Histórica

En 1850 nace la primera fábrica de cerveza en Chile, fundada por Joaquin Plagemann para luego en 1889 se fusionará con Fábrica de Cervezas Limache, dando origen a la Fábrica Nacional de Cerveza, la cual es el año 1902 se constituyó como sociedad anónima con el nombre de Compañía de Cervecerías Unidas. 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. (Memoria anual, 2020)

En el año 1986 El grupo Luksic, a través de Quiñenco S.A., y el grupo alemán Schörghuber, a través de Paulaner-Salvator A.G., forman en partes iguales la empresa Inversiones y Rentas S.A., la cual adquiere el 64,3% de CCU S.A. luego en 1990 Mediante un convenio con Paulaner Brauerei A.G., CCU comienza a producir y distribuir la cerveza alemana Paulaner en Chile. CCU expande su negocio de aguas minerales con la adquisición de Agua Mineral Porvenir S.A.I. En 1992 CCU es la segunda empresa chilena y tercera latinoamericana en colocar ADRs en el mercado estadounidense. (Memoria anual, 2020)

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. (Memoria anual, 2020)

Durante los años 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. En el año 2012 logra tener presencia en Uruguay con la adquisición de las sociedades uruguayas Milotur S.A., Marzurel S.A. y Coralina S.A., entrando a Uruguay con la producción y comercialización de aguas minerales y bebidas gaseosas. (Memoria anual, 2020)

En el año 2013 CCU S.A. hace un aumento de capital, mediante la emisión de 51.000.000 nuevas acciones ordinarias, colocadas tanto en el mercado nacional como a través de ADRs en EE.UU. y otros mercados fuera de Chile. Adicionalmente CCU ingresa a Paraguay en el negocio de la producción, comercialización y distribución de bebidas tanto alcohólicas como no alcohólicas, bajo diversas marcas, propias, licenciadas e importadas. Finalmente, A través de su filial CCU Inversiones S.A., en conjunto con Inversiones PFI Chile Limitada, se constituye Bebidas CCU-Pepsico SpA, profundizando CCU su asociación con PepsiCo Inc. (Memoria anual, 2020)

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. (Memoria anual, 2020)

Por último, en el año 2019 CCU inicia en Chile la construcción de la nueva planta productiva para bebidas no alcohólicas, que se sumará al centro de distribución inaugurado en la comuna de Renca el año 2018 (Proyecto Renca CCU). Adicionalmente, 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 se comienza a desarrollar similar plataforma en Argentina, y se inaugura oficialmente en Colombia, en conjunto con Grupo Postobón, la nueva planta productiva, con capacidad para más de tres millones de hectolitros. (Memoria anual, 2020)

2.1.3.- Principales Accionistas

Al 31 de diciembre del 2020, el total de acciones suscritas y pagadas ascienden a 365.502.872, el número de acciones de series únicas no experimento cambios en el ejercicio y el número total de accionistas registrados es de 4.247. La Compañía ha emitido solamente una serie única de acciones ordinarias, las cuales gozan de los mismos derechos de votos sin preferencia alguna.

Tabla 3: 12 principales accionistas de CCU

Accionista	Número de acciones	% de propiedad
Inversiones Y Rentas S.A.	196.421.725	53,16%
Jp Morgan Chase Bank Según Circular	76.059.081	20,58%
Inversiones Irsa Limitada	25.279.991	6,84%
Banco De Chile Por Cuenta De Terceros No Residentes	17.334.459	4,69%
Banco Santander Por Cuenta De Inversionistas Extranjeros	11.763.425	3,18%
Banco De Chile Por Cuenta De State Street	11.332.850	3,07%
Banco De Chile Por Cuenta De Citi Na New York Clients	3.772.498	1,02%
Banchile Corredores De Bolsa S.A.	2.949.289	0,80%
Larraín Vial S.A. Corredora De Bolsa	2.935.513	0,79%
Cía. De Seguros De Vida Consorcio Nacional De Seguros S.A.	1.742.561	0,47%
Banco Itaú Corpbanca Por Cuenta De Inversionistas Extranjeros	1.631.255	0,44%
Banco Itaú Corpbanca Por Cuenta De Inversionistas Extranjeros	1.404.735	0,38%
	352.627.382	95,43%

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria CCI 2020.

En la tabla número 3, se pueden observar los doce principales accionistas de CCU en donde Inversiones y Rentas S.A. (IRSA) es el accionista controlador de CCU. Esta

empresa en una sociedad anónima cuyos accionistas son las Sociedades Quiñenco S.A. y Heineken Chile Limitada, las cuales poseen cada una de ellas el 50% del capital accionario de IRSA. Sin embargo, IRSA posee el 65,87% de la propiedad de CCU, dado que también posee el 6,84% CCU a través de Inversiones IRSA limitada, el cual es un vehículo de propiedad del 99,9%. Además, un 20,17% de las acciones se encuentran transadas en la Bolsa de Nueva York, siendo JPMorgan el banco depositario y el segundo mayor accionista. Finalmente, el 13,96% de la propiedad es transada en la bolsa de comercio de Santiago.

Cabe destacar que la compañía es administrada por un Directorio que se compone por nueve miembros, elegidos por la Junta Ordinaria de Accionistas, quienes duran tres años en sus funciones, y tienen la opción de ser reelegidos indefinidamente.

2.1.4.- Filiales

La compañía cuenta con filiales y coligadas tanto en Chile como en el extranjero, mediante las cuales produce, envasa, distribuye y comercializa en los mercados en que participa (Ver anexo 1: Estructura de filiales y coligadas 2020 de CCU). Dentro de las principales, destacan:

- Chile
 - Cervecería CCU Chile Limitada (“Cervecería CCU”) Cuenta con cuatro plantas productivas en las ciudades de Santiago, Temuco, Valdivia y Punta Arenas, elaborando un amplio portafolio de productos. Dentro de sus marcas propias cuenta con Cristal, Escudo, Royal Guard, entre otras. En cerveza cuenta con las marcas propias Cristal, Escudo, Royal Guard, entre otras. Adicionalmente, produce y comercializa bajo licencia las cervezas Heineken, Sol, Coors, Blue Moon y Tecate.
 - Embotelladoras Chilenas Unidas S.A. (“ECUSA”) Cuenta con dos plantas productivas en las ciudades de Antofagasta y Santiago, produciendo las bebidas azucaradas de CCU. Dentro de sus marcas destacan Bilz, Pap, Kem y bajo la licencia de PepsiCo, Inc. y Schweppes Holding Limited explota las marcas explota las marcas Pepsi, 7Up, Mirinda, Gatorade, Crush, Canada Dry, entre otras. Junto a Watt’s S.A. participa en “Promarca S.A.” en partes iguales para la producción de las marcas Watt’s, Yogu Yogu, Shake a Shake y Frugo.

- o Aguas CCU-Nestlé Chile S.A. (“Aguas CCU”) Se embotellan aguas purificadas, saborizadas y minerales bajo las marcas Nestlé Pure Life, Cachantun, Porvernir y Manantial (bajo su filial Mantantial S.A.). Adicionalmente, esta filial importa la marca mineral Perrier.
- o Compañía Pisquera de Chile S.A. (“CPCh”) En categorías de pisco y cócteles, esta filial posee las marcas Mistral, Campanario, Horcón Quemado, entre otros. Cuenta con cinco plantas productivas en la IV Región. Cada una de las cuales cumple un rol, en términos de vinificación, destilación y envasado. En la categoría de Ron, la filial cuenta con las marcas Sierra Morena y Cabo Viejo. Adicionalmente, actúa como distribuidor exclusivo de las marcas Havana Club, Jameson, Ballantine’s, Absolut, entre otras, marcas pertenecientes a la multinacional francesa Pernod Ricard.
- o La barra S.A. Es un sitio web de venta de bebestibles con el más amplio portafolio del mercado, en donde se podrá encontrar cervezas, vinos, licores, bebidas, aguas, y muchos otros productos.
- Internacional:
 - o Compañía Cervecerías Unidas Argentinas S.A. (“CCU Argentina”) presente con múltiples categorías en el mercado argentino, con bebidas alcohólicas y no alcohólicas.
 - o Bebidas Bolivianas BBO S.A. (“BBO”) Presente con categoría de cervezas, bebidas no alcohólicas y bebidas en base a malta. Cuenta con dos plantas, ubicadas en Santa Cruz de la Sierra y Warnes.
- Vinos:
 - o Viña San Pedro de Tarapacá S.A. (“VSPT”) Elabora vinos y espumantes, los cuales son comercializados en el mercado nacional y extranjero, exportando a más de 80 países. VSPT Wine Group está formado por las viñas seis viñas en Chile y dos en Argentina.

2.1.5.- Asociaciones y negocios conjuntos

- Cervecería Austral S.A. (Austral) CCU participa en partes iguales con Maltexco S.A. en la propiedad de esta sociedad que produce, vende y distribuye cerveza Austral en Chile. En 2019, Austral inauguró su nuevo centro de distribución con tecnologías no contaminantes en la región de Magallanes.

- Central Cervecera de Colombia S.A.S. (“CCC”) En noviembre de 2014, CCU mediante un acuerdo en conjunto con el Grupo Postobón constituyeron esta filial para la elaboración, comercialización y distribución en dicho país de cervezas y bebidas no alcohólicas en base a malta. Además, cuenta con un contrato exclusivo para la distribución de las marcas Heineken, Coors, Tecate y Sol.

Finalmente, a modo de resumen como descripción de la empresa se presenta la siguiente tabla resumen:

Tabla 4: Resumen informativo de CCU S.A.

Antecedentes	CCU S.A.
Ticker o Nemotécnico	CCU
Mercado	Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa Electrónica de Comercio de Chile y NYSE
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). Negocios internacionales en Argentina, Bolivia, Paraguay, Colombia y Uruguay. (cervezas, sidras, bebidas no alcohólicas, malta y licores).
Rendimiento financiero 22021	Ingresos: UF 34.992.930 EBITDA: UF 6.332.046
Clasificación de Riesgo	AA (ICR Chile)

Fuente: Elaboración propia con datos del reporte consolidado segundo trimestre 2021 CCU.

2.2.- Descripción de la industria:

Antes de mencionar a ciencia cierta la industria de la cual pertenece CCU, es importante recordar que CCU es una empresa multicategoría de bebestibles, que se dedica tanto a la producción, embotellación, venta y distribución de diversas bebidas, tanto alcohólicas como no alcohólicas.

Tabla 5: Fuente de ingresos por categoría

Ventas según Categoría	2020		2T-2021	
	Ingresos	%	Ingresos	%
Productos alcohólicos	42.990.159	67%	23.366.849	67%
Productos no alcohólicos	19.705.898	31%	10.979.230	31%
Otros	1.203.928	2%	646.853	2%
Total UF	63.899.985	100%	34.992.931	100%

Fuente: Elaboración propia en base a reportes consolidados CCU 2021.

Como se puede observar en la tabla número 4, la principal fuente de ingresos del año 2020 y del acumulado hasta junio de 2021 es la venta de productos alcohólicos, en cuanto al último periodo mencionado se reportaron UF 34.992.931 ingresos por ventas, de los cuales UF 23.366.849 (67%) corresponde a productos alcohólicos, tales como cerveza, vino, pisco, entre otros. Mientras que UF 10.979.230 (31%) corresponden a productos no alcohólicos, tales como bebidas carbonatadas, agua, jugos/néctar, entre otro.

Dado esto, el presente informe se enfocará en el mercado de los productos alcohólico orientado principalmente en la cerveza, debido a que es en donde la empresa recibe la mayor parte de sus ingresos. Además, la participación de mercado que posee CCU en la venta de cervezas en Chile es el número 1, y en Argentina, Uruguay, Bolivia y Colombia es el número 2. (Corporate Presentation CCU, 2021)

A nivel mundial, durante el año 2020 se vendieron 187,7 millones de litros de cervezas (Ver anexo 2). Adicionalmente, en términos de volumen la industria está liderada por dos compañías que corresponden a las cerveceras más grandes: Anheuser-Busch InBev tiene una participación de mercado del 26,5% y Heineken un 11% (Ver anexo 3). (Euromonitor, 2021) cuya presencia a nivel latinoamericano se describe a continuación:

- AB InBev participa y controla gran parte del mercado brasileño a través de su subsidiaria AmBev. En Chile participa por medio de su subsidiaria AB InBev Chile (ex Cervecerías Chile), quien cambió su nombre en agosto 2018 y en Argentina está presente a través de Quilmes Industrial (Quinsa).
- Heineken, tiene participación en Chile y Argentina a través de CCU. Adicionalmente, participa en la industria mexicana y brasileña a través de FEMSA, y en algunos países centroamericanos.

La dinámica de crecimiento de la industria ha sido por medio de fusiones, adquisiciones o mediante acuerdos con socios estratégicos. Así, en años anteriores lo que se observó en el mercado fue la adquisición de cerveceras regionales con marcas reconocidas en su respectivo país y con fuerte potencial de crecimiento. Esta dinámica dio un giro

significativo durante el año 2016, cuando se anunció la adquisición de Sab Miller por parte de AB InBev, lo que significó la fusión de las dos cerveceras más grandes del mundo y que deja a Heineken, en consecuencia, como el segundo actor de mercado a nivel mundial.

En Chile, la industria de la cerveza la lidera CCU, empresa ligada a Heineken, siendo su principal competidor AB InBev Chile (ex Cervecerías Chile), hoy filial de la cervecera más grande del mundo.

2.2.1.- Estado Actual

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 orientado al mercado chileno de la cerveza, esto debido a que es donde la compañía recibe la mayor parte de sus ingresos.

Analizando la industria de alcohol en Chile y el impacto que ha generado el Covid-19 se puede ver que se han detenido las tasas de crecimiento anual positivas reportada en todos los años anteriores. Sin embargo, el consumo de cerveza ha experimentado un aumento constante en Chile, pasando desde 770 millones de hectolitros en 2015 hasta 967 hectolitros en 2020, vale decir, un crecimiento de 25,6% en 5 años (Euromonitor, 2021).

La cuarentena obligatoria y el cierre de servicios no esenciales durante varios meses en 2020 hicieron que las ventas on trade realizadas por restaurantes, bares y pubs cayeran drásticamente, inclusive desde la crisis social del año 2019. Sin embargo, el canal off trade, aquel en el que los clientes compran para consumirlo luego en sus hogares u otros lugares, tuvo un crecimiento del 0,6% en el año, el cual se vincula fuertemente por las ventas a través de internet y los servicios de despacho a domicilio, en donde las empresas se han visto obligadas a apresurar su adaptación a este nuevo comercio (La Tercera, 2021). Por último, En Chile un factor muy importante a destacar es el colapso del canal on trade, donde las bebidas alcohólicas cayeron en un 27% en términos de volumen, mientras que en la región cayeron en un 16%. En cuanto al mercado de cerveza este cayó en un 3%. Marcas líderes en Chile como Cristal y Escudo vieron caer sus ventas principalmente debido a la dependencia del formato shop en el canal on trade (La Tercera, 2021).

En cuanto al gasto promedio de cervezas en Chile, según el índice mundial de cerveza 2021 elaborado por Expensivity un consumidor de cervezas en Chile gasta en promedio US \$476 al año, siendo el cuarto país Latinoamérica en gastar más dinero, los tres primeros países son Brasil US \$698, Guyana US \$685 y Colombia US \$670.

Como se mencionó anteriormente el volumen total de cervezas durante el año 2020 fue de 967 millones de litros, en donde se destacan 2 grandes actores. CCU es la empresa líder del mercado chileno con el 66,3% de la participación de mercado, seguido por AB Inbev Chile con un 28,8%. Es decir, en su conjunto estas 2 empresas son dueña del 95,1% (Euromonitor, 2021). Ahora bien, en cuanto a las marcas más destacadas se puede observar que Cristal (CCU) es la marca líder con un 25,2% de la participación de mercado, luego lo sigue Escudo (CCU) con un 21,7%, y el podio lo finaliza Becker (AB Inbev) con un 12,0% (Euromonitor, 2021).

En cuanto al panorama de los próximos años se espera que a medida que la pandemia avance hacia etapas avanzadas con campañas de vacunación masiva, la cerveza en Chile esta lista para comenzar su proceso de recuperación. El canal on trade, que comenzó a reabrirse para el consumo local en septiembre de 2020 tras un largo bloqueo, registrará un crecimiento marginalmente positivo en 2021, mientras que el canal off trade, que siguió registrando un crecimiento positivo durante la pandemia en 2020, registrará una ligera disminución en 2021. Si bien es probable que se mantengan algunas medidas restrictivas, como las cuarentenas que afectan a los municipios con altas tasas de casos, se espera un retorno a los niveles de ventas anteriores a la pandemia en 2023 en términos de volumen total. (Euromonitor, 2021)

Para finalizar la descripción del estado actual de la industria cervecera, se realizará el análisis de las 5 fuerzas de Porter:

- Amenaza de nuevos competidores; Baja

Las industrias de la cerveza y las bebidas alcohólicas de consumo masivo presentan altas barreras de entrada. Entre otras, destacan las economías de escala en la producción y adquisición de materia prima esto les permite ser más eficientes dentro de su modelo de negocios, generando así ahorro de costos; una fuerte inversión en infraestructura y publicidad; y, especialmente, imagen de marca reconocida y adecuado acceso a los

canales de distribución. El principal factor de riesgo de la industria es el macroeconómico. Al no ser productos de consumo masivo de primera necesidad, presentan sensibilidad al nivel de ingreso de la población.

- Rivalidad entre compañías existentes: Media

tanto en el mercado de las cervezas como en el de las bebidas analcohólicas, efectuándose elevadas inversiones en publicidad, constantes mejoras de productos y servicios, y una permanente innovación de la cartera de productos. Si bien hay algunos canales que han adquirido una mayor relevancia, los consumidores están atomizados y no existen compradores importantes. Sin embargo, en el caso de la cerveza, existe disponibilidad de sustitutos, como el vino.

- Poder de negociación de los compradores: Media

Día a día los consumidores son cada vez más exigente, buscando mejores precios, calidad y mayor variedad, pudiendo cambiar de marca si es no logran satisfacer sus necesidades. Otro comprador importante son los supermercados dado que estos realizan compran en gran volumen, por lo que se poseen un gran poder de negociación, dado que estos establecen los plazos de pagos, distribución de espacio entre otros. Esto significa que las empresas para poder tener presencia en estos comercios deben adecuarse a sus exigencias.

- Poder de Negociación de los proveedores: Bajo

La producción de cerveza no posee materias primas de difícil acceso debido a que 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: Bajo

En el comercio actual se ha visto la aparición de nuevas bebidas, que tienen como característica principal el bajo costo y en cantidades mayores. El pisco y el vino son sustitutos de la cerveza. El pisco es un competidor cercano, aunque no tanto por sus distintas características en cuanto a grados alcohólicos, sin embargo, hay que tener

presente que el pisco es un bebestible de fácil acceso en cuanto a precio y distribución. Hoy se prefieren bebidas de menor contenido alcohólico como la cerveza, además se han incorporado nuevos consumidores como las mujeres y jóvenes (mayores de 18 años).

2.2.2.- Regulación y Fiscalización

Compañía de Cervecerías Unidas (CCU), en su carácter de sociedad anónima abierta, se encuentra regulada por:

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

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

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

Por filiales y giro de negocios (En Chile):

- Bebidas no alcohólicas.
 - Reglamento Sanitario de los Alimentos según DL N°977 del Ministerio de Salud de 1997. Basada en las condiciones sanitarias a las que debe ceñirse la producción, importación, elaboración, envase, almacenamiento, distribución y venta de alimentos para uso humano.
- Cervezas, Licores y Vinos.
 - Ministerio de Agricultura – Servicio Agricultura y Ganadero.
 - Ley N°18.455 sobre Producción, Elaboración y Comercialización de Alkoholes Etilicos, Bebidas Alcohólicas y Vinagres, reglamentada en el Decreto N°78.
 - Ley N°20.089 Sistema Nacional de Certificación de Productos Orgánicos Agrícolas, la cual establece las condiciones para la comercialización de productos bajo la denominación de origen de orgánico o sus equivalentes.
 - Decreto Supremo N°521 que reglamenta el uso de la denominación origen “Pisco”.

- Decreto N°464 sobre zonificación vitivinícola o denominación de origen para vinos que se produzcan en el país y fija normas para su utilización.
- Ministerio del Interior – Subsecretaria del Interior.
 - Ley N° 19.925 sobre expendio y consumo de bebidas alcohólicas.

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

2.2.3.- Empresas Comparables

Se considerarán las tres grandes empresas competidoras de CCU en Chile, una proviene de la industria cervecera y dos de productos no alcohólicos.

AB InBev Chile: La internacional AB InBev con sede en Bélgica, es una de las cerveceras líderes a nivel mundial manteniendo una cartera de más de 200 marcas de cerveza, destacan marcas como Budweiser, Corona y Stella Artois. En Chile, inició sus operaciones en el año 1991 bajo el nombre de Cervecería Chile, en donde a la fecha ya mantiene una operación de 1 millón de hectolitros anuales, representando aproximadamente un 30% del mercado chileno. A nivel consolidado y mundial la empresa durante el año 2021 ha logrado en ingresos por ventas M US\$ 25.832, de los cuales M US\$ 4.146 (16%) provienen del mercado Sud-Americano y obtener un EBITDA (normalizado) equivalente a M US\$ 9.114, de los cuales M US\$ 1.447 provienen del mercado Sud-Americano (AB InBev)

Tabla 6: Resumen informativo de Ab InBev

Antecedentes	Ab inbev
Mercados; Ticker o Nemotecnico	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. 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 Pacífico y Global Export & holding
Rendimiento financiero acumulado 2021	Ingresos: M US\$ 25.832 - M US\$ 4,146 EBITDA: M US\$ 9.114 – M US\$1.446

Fuente: Elaboración propia con datos de reportes financieros de Ab Inbev 2021

Embotelladora Andina S.A. – Coca-Cola Embonor S.A.: La multinacional estadounidense The Coca-Cola Company mantiene su operación por medio de franquicias, autorizando a distintos embotelladores para que produzcan y distribuyan sus 15 productos. En Chile, la compañía mantiene una participación relevante a través de dos embotelladores: Embotelladora Andina y Coca-Cola Embonor, quienes cuentan con las licencias para producir y comercializar productos de la franquicia. Embotelladora Andina se dedica hace 76 años a la producción de bebidas bajo la licencia de The Coca-Cola Company, en Chile, Brasil, Argentina y Paraguay. Es una de las tres mayores embotelladoras de la marca, detrás de 2 embotelladoras mexicanas. A nivel consolidado la empresa durante el año 2021 ha logrado en ingresos por ventas M US\$ 1.318, de los cuales M US\$ 593 (45%) provienen del mercado chileno y obtener un EBITDA (ajustado) equivalente a M US\$ 238, de los cuales M US\$ 106 (44,5%) provienen del mercado chileno (Embotelladora Andina, 2021). Mientras que Coca-Cola Embonor tiene una historia de 57 años en la producción de bebidas, en Chile y Bolivia. A nivel consolidado la empresa durante el año 2021 ha logrado en ingresos por ventas M US\$ 555,6, de los cuales y obtener un EBITDA equivalente a M US\$ 98,8 (Coca-Cola Embonor, 2021)

Tabla 7: Resumen informativo de Embotelladora Andina S.A.

Antecedentes	Embotelladora Andina S.A
Mercados; Ticker o Nemotecnico	Bolsa de Comercio de Santiago: Andina-A y Andina B NYSE: AKO/A y AKO/B
Clase de acción (cantidad)	Seria A: 473.289.301 – Serie B: 473.281.303
Derechos de cada clase	Serie A: Tienen derecho a elegir 12 de los 14 directores Serie B: Tienen derecho a elegir dos de los 14 directores y a recibir todos y cualquiera de los dividendos que por acción distribuya la Compañía, sean provisorios, definitivos, mínimos obligatorios, adicionales o eventuales, aumentados en un 10%.
Sector e industria	Bebestibles no alcohólicos
Países y negocios	Embotelladora Andina S.A. tiene la franquicia para producir y comercializar los productos de The Coca-Cola

	Company en ciertos territorios de Chile, Brasil, Argentina y en todo el territorio de Paraguay.
Rendimiento financiero acumulado 2021	Ingresos: M US\$ 1.318 - M US\$ 593 EBITDA: M US\$ 555,6 - M US\$ 98,8

Fuente: Elaboración propia con datos de la memoria 2020 de Embotelladora Andina S.A

Tabla 8: Resumen informativo de Coca-Cola Embonor S.A.

Antecedentes	Coca-Cola Embonor S.A.
Mercados; Ticker o Nemotecnico	Bolsa de Comercio de Santiago: Embonor-B
Clase de acción (cantidad)	Seria A: 244.420.704 – Serie B: 266.432.526
Derechos de cada clase	Serie A: Acciones con derecho a elegir 6 directores Titulares de la Sociedad con sus respectivos Suplentes. Serie B: Acciones con derecho a requerir convocatoria a Junta Ordinaria o Extraordinaria de Accionistas cuando así lo soliciten, siempre que representen al menos un 5% de las acciones emitidas de la Serie B; Derecho a recibir todos y cualquiera de los dividendos aumentados en un 5% respecto de los que recibieren los tenedores de la Serie A; Derecho a elegir un Director Titular y su respectivo Suplente; y Derecho a requerir convocatoria a Sesión Extraordinaria de Directorio cuando así lo solicite el Director electo por los accionistas de la Serie B.
Sector e industria	Bebestibles no alcohólicos
Países y negocios	Coca-Cola Embonor S.A. es una embotelladora de bebidas refrescantes que comercializa, esencialmente, bebidas gaseosas, aguas y jugos licenciados por The Coca-Cola Company.
Rendimiento financiero acumulado 2021	Ingresos: M US\$ 514,1 Ebitda: M US\$ 98,3

Fuente: Elaboración propia con datos la memoria 2020 de Coca-Cola Embonor S.A.

Concha y Toro S.A: Se ha convertido en el principal productor de vinos de Latinoamérica con una destacada posición entre las compañías de vino más importantes del mundo y una presencia en más de 130 países. La compañía posee alrededor de 11.600 hectáreas de viñedos en Chile, Argentina y Estados Unidos. A nivel consolidado la empresa durante el año 2021 ha logrado en ingresos por ventas M US\$ 514,1, obtener un EBITDA equivalente a M US\$ 98,3 (Concha y Toro, 2021).

Tabla 9: Resumen informativo de Viña Concha y Toro S.A.

Antecedentes	Viña Concha y Toro.
Mercados; Ticker o Nemotecnico	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile: CONCHATORO 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 acumulado 2021	Ingresos: M US\$ 514,1 EBITDA: M US\$ 98,3

Fuente: Elaboración propia con datos de los reportes financieros de Viña Concha y Toro 2021.

3.- Estructura de capital de la empresa

3.1.- Bonos

De acuerdo con los estados financieros de CCU, actualmente la empresa posee 5 bonos vigentes. Los cuales se pueden observar en la siguiente tabla:

Tabla 10: Resumen informativo de Bonos de CCU.

Bono	serie H	serie J	serie D	serie L	serie M
Nemotécnico	BCERV-H	BCERV-J	BCERV-D	BCERV-L	BCERV-M
Valor nominal	UF 2.000.000	UF 3.000.000	UF 1.500.000	UF 3.000.000	UF 2.000.000
Fecha colocación	23-03-2009	30-06-2018	10-06-2020	10-06-2020	10-06-2020
Fecha vencimiento	15-03-2030	10-08-2043	01-15-2025	01-06-2027	01-06-2030
Tipo de bono	Frances	Bullet	Frances	Compuesto (Bullet & Frances)	Bullet
Tasa Cupon (Kd)	UF + 4,25% fija anual	UF + 2,85% anual	UF + 1% fija anual	UF + 1,2% fija anual	UF + 1,6% fija anual
Periodicidad	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Clasificación de riesgo	Fitch Ratings Ltda.: AA(cl) ICR Clasificador a de Riesgo Ltda.: AA	Fitch Ratings Ltda.: AA+(cl) ICR Clasificador a de Riesgo Ltda.: AA+	Fitch Ratings Ltda.: AA- (cl) ICR Clasificador a de Riesgo Ltda.: AA-	Fitch Ratings Ltda.: AA+(cl) ICR Clasificador a de Riesgo Ltda.: AA+	Fitch Ratings Ltda.: AA+(cl) ICR Clasificador a de Riesgo Ltda.: AA+

Fuente: Elaboración propia con datos de los prospectos de cada bono de la empresa.

A partir de la tabla anterior, el bono Serie H de tipo francés con un valor nominal de UF 2.000.000 es el bono más antiguo vigente dado que se emitió el año 2009 con 40 pagos semestrales y una tasa cupón de UF + 4,25 %, es importante destacar que lo recaudado por este bono fue destinado en un 100% al refinanciamiento de los pasivos de la empresa (CCU, 2009).

El bono Serie J de tipo bullet con un valor nominal de UF 3.000.000 es el segundo bono vigente mas antiguo, dado que se emitió el año 2018 con 48 pagos semestrales y una tasa cupón de UF + 2,85%. Lo recaudado por este bono fue destinado en un 75% para refinanciar pasivos financieros de corto plazo y el 25% restante para financiar parcialmente programas de inversión de la empresa (CCU, 2018).

Por último, bajo la incertidumbre creada por la pandemia en el año 2020 la empresa emitió 3 bonos distintos con un monto total de UF 6.500.000 en total. A continuación, se detallan:

El bono Serie D fue emitido por una de las principales filiales de CCU, la viña San Pedro de Tarapacá, este bono es de tipo francés con un valor nominal de UF 1.500.000 es el de menor plazo dado que posee 10 pagos semestrales y una tasa cupón de UF + 0,5%. Lo recaudado por este bono fue destinado en su totalidad para refinanciar pasivos de la empresa y/o sus filiales, así como también al financiamiento del plan de inversión de la empresa. (Viña San Pedro de Tarapacá, 2020).

El bono Serie L es el de mayor valor nominal con UF 3.000.000 con 14 pagos semestrales, este bono es de tipo compuesto, es donde los primeros 6 pagos son de tipo bullet y los 8 restantes de tipo francés con una tasa cupón de UF + 1,2% anual. Lo recaudado por este bono en un 33% para refinanciar pasivos de corto plazo y el 63% restante para financiar parcialmente el plan de inversión de la empresa y/o filiales (CCU, 2020).

El bono Serie M de tipo bullet con un valor nominal de UF 2.000.000 es el bono de más largo plazo dado que posee 20 pagos semestrales y una tasa cupón de UF + 1,6%. Lo recaudado por este bono fue destinado en su totalidad para financiar parcialmente el plan de inversión de la empresa y/o de sus filiales (CCU, 2020).

3.2.- Deuda financiera

Para analizar la estructura de capital de CCU es de vital importancia tener clara de deuda financiera, cómo se encuentra compuesta y como ha evolucionada durante los años. Adicionalmente, es importante segmentar por el tiempo, es decir deuda financiera corriente y no corriente.

Tabla 10: Deuda financiera corriente de CCU.

Deuda Financiera Corriente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Prestamos bancarios	1.483.209	918.860	1.384.331	1.499.383	1.298.737	2.062.945
obligaciones con el publico	123.350	123.372	148.052	238.246	264.566	262.690
obligaciones por arrendamiento financiero	8.196	6.589	13.276	171.569	169.748	150.381
Depósitos recibidos en garantía de envases y contenedores	493.993	493.629	506.715	469.473	485.587	479.420
Total Deuda financiera corriente UF	2.108.748	1.542.450	2.052.374	2.378.671	2.218.638	2.955.437

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

De acuerdo con la tabla 10, la deuda financiera corriente total ha experimentado un aumento durante los años de estudios, desde UF 2.108.748 en 2016 a UF 2.955.437 hasta junio 2021, es decir un aumento del 40%. He de destacar que en el 2017 se reportó la deuda financiera corriente más baja cuyo monto fue de UF 1.542.450, el cual se explica principalmente por una caída de aproximadamente UF 500.000 de los préstamos bancarios. Por otro lado, el último periodo de estudio es el que posee la deuda financiera

corriente más grande con un monto de UF 2.955.437, en donde su principal componente, préstamos bancarios, aumentaron de UF 1.298.737 en diciembre 2020 a UF 2.062.945 en junio 2021, es decir en solo 6 meses aumentaron un 59%.

Las cuentas “obligaciones con el público” y “Obligaciones por arrendamiento financiero” han presentados grandes aumentos durante los periodos de estudios en el cual desde el 2016 a junio del 2021 aumentaron un 113% y 1.735% respectivamente. Mientras que la cuenta “Depósitos recibidos en garantizada envases y contenedores” se ha mantenido en niveles constante entorno a un promedio de UF 488.136.

Tabla 11: Deuda financiera no corriente de CCU.

Deuda Financiera No Corriente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Préstamos bancarios	1.123.669	2.757.163	2.728.048	3.523.465	3.032.349	1.317.524
obligaciones con el publico	2.688.507	2.592.591	4.907.579	4.726.501	11.170.340	11.066.403
obligaciones por arrendamiento financiero	664.222	658.191	636.519	996.585	935.671	898.085
Total Deuda financiera NO corriente UF	4.476.398	6.007.944	8.272.147	9.246.550	15.138.360	13.282.012

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

De acuerdo con la tabla 11 se puede observar un aumento constante de la deuda financiera no corriente, en donde casi se triplico el valor, ya que en diciembre 2016 esta fue de UF 4.476.398 y a junio 2021 fue de UF 13.282.012. En cuanto a las cuentas que componen la deuda financiera no corriente se puede destacar que la cuenta “Préstamos bancarios” cayo de UF 3.032.349 en diciembre 2020 a UF 1.317.524 en junio 2021, es decir un 57%, el descenso de esta cuenta puede ser vinculada por el aumento en la cuenta “Préstamos bancarios” pero corriente, debido a que algunas deudas pasaron de ser catalogadas de largo plazo a ser de corto plazo. Por otro lado, la cuenta “Obligaciones por arrendamiento financiero” aumento un 35% en el periodo de estudio. Por último, la cuenta que explica más la evolución de la deuda financiera no corriente es la cuenta “Obligaciones con el público”, debido a que aumento de UF 2.688.507 en diciembre 2016 a UF 11.066.403 en junio de 2021. Es importante destacar que el aumento se observó en el año 2020 debido a los 3 bonos emitidos durante el año 2020.

Tabla 12: Deuda financiera total de CCU.

Deuda Financiera Total	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Total UF	6.585.146	7.550.394	10.324.521	11.625.221	17.356.998	16.237.448

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

Finalmente, la deuda financiera total ha ido en aumento durante los años de estudio ya que se puede observar que en el año 2016 CCU reporto una deuda financiera de UF 6.585.146 y para junio 2021 una deuda financiera de UF 16.237.448, es decir un aumento de 147%. El aumento de la deuda financiera es representado en su mayoría por la deuda

financiera no corriente ya que aumentó un 197% debido a la emisión de bonos, mientras que la deuda corriente solo un 40%.

3.3.- Patrimonio Económico.

La compañía solo posee un tipo de acciones y las 365.502.872 acciones emitidas en el año 2016 se han mantenido constante hasta el 30 de junio. Con respecto al precio de la acción se puede observar en la tabla 13 que ha sido volátil, en donde a diciembre 2017 se reportó su peak más alto con un valor de CLP \$9.228. Sin embargo, en los años posteriores se puede observar una caída constante hasta diciembre 2020 en donde se observó un valor de CLP \$5.257, es decir es solo 3 años cayó un 43%. La caída en el precio de la acción se vincular fuertemente con la incertidumbre creada en el mercado chileno por el estallido social y luego por la pandemia, lo que repercutió en una caída del consumo de cerveza.

Tabla 13: Patrimonio económico de CCU.

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Precio Accion CLP	\$ 6.995	\$ 9.228	\$ 8.916	\$ 7.370	\$ 5.247	\$ 7.400
Nro acciones	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872
Patrimonio Economico UF	98.097.562	127.232.254	119.508.268	96.193.640	66.692.795	92.035.471

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa y datos recopilados desde Yahoo Finance.

Por otro lado, a junio 2021 el precio de la acción fue de CLP \$7.400, lo que significa que en 6 meses aumento un 41%. Este aumento significativo del precio de la acción permitió el repunte del patrimonio económico de la empresa, debido a que dicho patrimonio fue de UF 66.692.795 en diciembre 2020 y 6 meses después fue de UF 92.035.471. Esto se puede explicar por las expectativas positivas que se tienen sobre el futuro político-económico del país y por el avance positivo de la pandemia.

3.4.- Valor económico de la empresa

El valor económico de la empresa es representado por la suma total entre la deuda financiera y el patrimonio económico. Tal como me menciono en las secciones anteriores la deuda financiera aumento de forma continua durante los años de estudio, donde aumento un 147% desde diciembre 2016 a junio 2021.

Tabla 14: Valor económico de CCU.

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Deuda Financiera	6.585.146	7.550.394	10.324.521	11.625.221	17.356.998	16.237.448
Patrimonio Económico	98.097.562	127.232.254	119.508.268	96.193.640	66.692.795	92.035.471
Valor Economico UF	104.682.707	134.782.648	129.832.789	107.818.861	84.049.793	108.272.920

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa y datos recopilados desde Yahoo Finance.

Mientras que el patrimonio económico cayó desde diciembre 2017 a diciembre 2020 un 48% generando un valor económico de la empresa de UF 84.049.793. Sin embargo, CCU logro un repunte significativo, explicado por el aumento en el precio de la acción alcanzando en junio 2021, lo que significó un valor económico de la empresa de UF 108.272.930 lo cual es obtenido gracias a que la deuda financiera es de UF 16.237.448 y el patrimonio económico de UF 92.035.471.

3.5.- Estructura de capital objetivo

Antes de mencionar cual sería la estructura de capital objetivo de la empresa con la que posteriormente se calculara el costo de capital de CCU, es importante analizar la evolución de los niveles de deuda y patrimonio de la empresa. Como se puede observar en la tabla 15, la deuda (B) sobre valor de empresa (V) ha aumentado desde diciembre 2017 a diciembre 2020 reportando un ratio de 20,7%, esto debido al aumento que se analizó anteriormente de la deuda financiera y la caída del patrimonio económico, y en su efecto repercutió en una caída del valor de la empresa. Sin embargo, con el aumento del precio de la acción de la empresa y por ende el aumento del patrimonio económico, estoy permitió que en 6 meses el ratio B/V disminuyera a un 15%.

Tabla 15: Ratio estructura de capital de CCU.

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
B/V	6,3%	5,6%	8,0%	10,8%	20,7%	15,0%
P/V	93,7%	94,4%	92,0%	89,2%	79,3%	85,0%
B/P	6,7%	5,9%	8,6%	12,1%	26,0%	17,6%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa y datos recopilados desde Yahoo Finance.

En cuanto a cómo repercute el precio de la acción en la estructura de capital, se puede analizar el ratio patrimonio económico (P) sobre valor de la empresa. A esta ratio le ocurre el efecto contrario del ratio B/V, dado que sufrió un descenso continuo desde 2016 a 2020 alcanzado un ratio de 79,3% el cual se vincula únicamente a la caída del precio de la acción, a lo largo de los años mencionados, ya que el número de acciones en circulación no han variado. Sin embargo, tal como se mencionó en el análisis anterior del patrimonio económico, el precio de la acción en el primer semestre del 2021 aumento un 41% permitiendo que el patrimonio económico aumentara un 38% y por ende el ratio aumentara a un 85%.

Si bien el promedio histórico de los ratios B/V, P/V y B/P de todos los periodos de estudio equivalen a 11,05%, 88,95 y 12,84% respectivamente, pero si se considera desde los periodos del 2018 en adelante, los cuales involucran pre estallido social, estallido social y efecto pandemia son 13,60%, 86,40 y 16,10% respectivamente. Sin embargo, los ratios

que se utilizaran para obtener el costo de capital de CCU serán 12,5%, 87,5% y 14,3% respectivamente, debido a que se considera los años atípicos que se han vivido últimamente y en donde las empresas han emitido deuda para enfrentar las crisis sanitaria y reestructurar la deuda de corto plazo a largo plazo, con tal de incrementar su disponibilidad a liquidez, y en donde se pronostica un aumento en el consumo de bebidas alcohólicas y no alcohólicas y por ende un mayor rendimiento operacional de CCU.

Tabla 16: Ratio estructura de capital objetivo de CCU.

	E.C. Promedio dic-19 junio 21	E.C Objetivo
BIV	15,48%	12,00%
PIV	84,52%	88,00%
BIP	18,58%	14,07%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa y datos recopilados desde Yahoo Finance.

4.- Estimación del costo de capital

Para estimar el costo de capital de Compañía de Cervecerías Unidas S.A. se debe realizar una seguidilla de cálculos que se encontrarán en las secciones a continuación. Para esto, se deben tener datos preliminares base que permitirá realizar la estimación, y estos son los

siguientes:

- Prima por riesgo de mercado (PRM): En cuanto al 2021 se recomienda la estimación de Damodaran ajustada por PRM de USA considerando la estimación de Duff & Phelps. Es decir, el PRM de base es 5,5% más el premio estimado por Damodaran. Lo que corresponde para este trabajo a un valor de 6,2% (Maquieira, 2021).
- La tasa libre de riesgo (rf) será UF + 0,95%, que corresponde al promedio mensual de la tasa del mercado secundario de 30 meses de los bonos del Banco Central (BCU) a 20 años plazo. Esto dado que el profesor Maquieira sugiere que los bonos de 20 años son más líquidos que los de 30 años plazo y el promedio de 30 meses es porque considera dos variables de selección del período de tiempo: estabilidad de la tasa e innovación de esta.
- La tasa de impuestos corporativa que se utilizará tanto para apalancar como para desapalancar será de 27%, la que se ha mantenido desde el año 2018.

4.1.- Costo y Beta de la deuda

Para el costo de la deuda (k_b) tenemos la tasa de mercado obtenida del bono con mayor plazo y monto, el cual es el bono de serie J. En marzo del 2021 dicho bono se estaba transando a una tasa del 2,09%, esta tasa fue ajustada restando la tasa libre de riesgo (BCU 20 años) del día 29 de marzo equivalente a 1,36%, generando un spread de 0,73%, esto se suma al promedio de la tasa libre de riesgo calculada anteriormente, siendo para el 30 de Junio del 2021 un valor de UF + 0,95% lo que genera un tasa de mercado para el bono de 1,68%. Por lo tanto, el k_b utilizado será 1,68%. Con este costo de la deuda se puede obtener el beta de la deuda mediante CAPM, resultando:

$$k_b = rf + \beta_b \cdot PRM_{1,68\%} = 0,95\% + \beta_b \cdot 6,20\% \quad \beta_b = 0,1177$$

4.2.- Estimación del Beta Patrimonial

Para desarrollar esta sección, se descargaron los precios de cierre semanales de del 28 de diciembre del 2018 al 25 de junio del 2021 tanto de la acción de CCU como del Índice

General de Precio de Acciones (IPGA) del mercado chileno. Posteriormente se calcularon los excesos de retorno para las acciones de CCU e IPGA. Luego utilizando 2 años y 6 meses de retornos semanales y mediante una regresión utilizando el modelo de mercado $R_{it} = \alpha + \beta_i \cdot R_{mt} + \varepsilon$, se calcula el beta de la acción para el periodo mencionado, donde la variable independiente corresponde al retorno del mercado proveniente del IGPA y la variable dependiente corresponde al retorno de la acción de CCU.

Tabla 17: Cuadro resumen regresión.

	jun-21
Beta de la acción	0,6519
P-value	0%
Nº observaciones	120
R²	34,58%
Presencia bursátil	100%

Fuente: Elaboración propia con datos recopilados desde www.investing.com.

Como se puede observar en la tabla 17, se utilizaron 120 observaciones para realizar la regresión, la cual arrojó como resultado un beta de la acción de 0,6519, donde el p-value es igual a 0, es decir el beta de acción de CCU es significativo. Sin embargo, a este beta se le realiza un ajuste por sesgo descubierto por Blume y aplicado por Bloomberg y con esto se obtiene un beta de la acción ajustado.

$$\beta_{acción} = 0,33 + 0,67 \cdot \beta_{MCO} \beta_{acción} = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} \cdot 0,6519 \beta_{acción} = 0,768$$

4.3.- Beta patrimonial sin deuda

Se desapalanca a partir de información histórica como el beta de la acción a junio del 2021, la estructura de capital promedio de los 30 meses y la tasa de impuestos corporativos. A partir de Rubinstein:

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

$$\beta_p^{s/d} = \frac{\left[\beta_p^{c/d} + \beta_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{P}\right)\right]}{\left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P}\right)\right]} \beta_p^{s/d} = \frac{[0,768 + 0,1177 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,1858]}{[1 + (1 - 0,27) \cdot 0,1858]}$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,690$$

4.4.- Beta Patrimonial con deuda

Para obtener el beta patrimonial con deuda se utiliza la estructura de capital objetivo que es un ratio B/P igual a 14,3% y el beta patrimonial sin deuda calculado en la sección anterior. Para esto, también se utiliza Rubinstein.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot (1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}) - \beta_b(1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,690 \cdot (1 + (1 - 0,27) \cdot 0,1407) - 0,1177 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,1407$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,749$$

4.5.- Costo Patrimonial

Se procede a calcular el costo patrimonial con las estimaciones previamente realizadas utilizando CAPM.

$$k_p = rf + \beta_p^{c/d} \cdot PRM \quad k_p = 0,95\% + 0,749 \cdot 6,20\% \quad k_p = 5,59\%$$

4.6.- Costo de Capital

Finalmente, con lo calculado en las secciones anteriores, se puede calcular el costo de capital promedio ponderado de la compañía mediante Modigliani & Miller (1963).

$$k_{WACC} = k_p \cdot \frac{P}{V} + k_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V} \quad k_{WACC} = 5,59\% \cdot 0,880 + 1,68\% \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,120 \quad k_{WACC} = 5,37\%$$

5.- Análisis del negocio

En esta sección se realiza un análisis profundo de Compañía de Cervecerías Unidas S.A. en cuanto al crecimiento del negocio como de la industria, enfocándose en los ingresos, costos y gastos operaciones, resultado operacional y activos. Es importante mencionar que este análisis se desglosa por cada segmento operativo, donde la empresa presenta la información financiera y en ocasiones segmentada por zona geográfica y/o categoría de productos. Los segmentos que ha definido el Directorio para la toma de decisiones estratégicas son de carácter operacional, de acuerdo con ello los segmentos que reportan información corresponden a: Operaciones Chile, Negocios internacionales y Vinos. En tanto los segmentos geográficos corresponden a: Chile, Argentina, Paraguay, Uruguay y Bolivia, y por último los segmentos por categoría de producto son: Productos Alcohólicos, Productos no Alcohólicos y otros

5.1.- Análisis de crecimiento de la empresa

Como se mencionó previamente, la compañía ha definido tres segmentos de operación, los cuales se definieron en base a los ingresos de las actividades de negocio provenientes de las zonas geográficas donde comercializa sus productos.

Tabla 18: Ingresos por segmento histórico.

Ingresos por segmento	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Chile	36.937.204	38.090.817	39.214.332	40.058.320	41.561.142	23.886.246
Negocios Internacionales	13.920.538	17.060.080	17.194.240	15.975.578	13.454.449	7.423.861
Vinos	7.413.178	7.480.210	7.302.739	7.178.778	7.680.467	4.078.942
Otros*	894.819	744.963	980.553	1.165.444	1.203.928	-396.118
Total UF	59.165.739	63.376.070	64.691.864	64.378.119	63.899.986	34.992.931

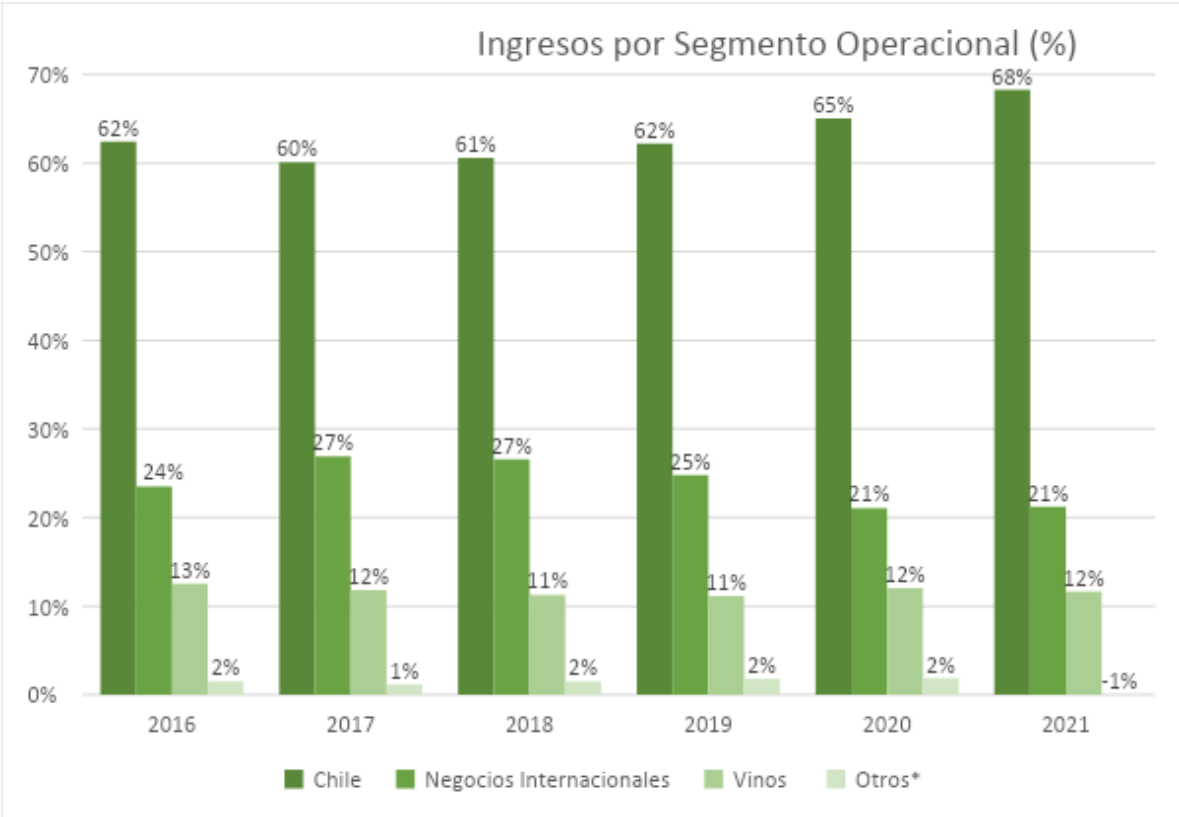
Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

En base a la tabla 18, se puede observar que la principal fuente de ingresos según los segmentos de operación es Chile, además se puede evidenciar un aumento constante en los ingresos de dicho segmento durante los años del estudio proporcionando UF 36.937.204 en el 2016 a proporcionar UF 41.561.142 en el 2020. Por otro lado, los negocios internacionales han reportado una caída en los ingresos desde el año 2017 al año 2020, y por último el segmento de los Vinos han reportado un monto promedio de UF 7.411.074. El segmento “Otros” no es un segmento operacional ya que presenta los ingresos y gastos de las Unidades de Apoyos Corporativos.

En el siguiente gráfico se puede apreciar visualmente la importancia de cada uno de los segmentos operacionales que componen los ingresos por venta de CCU para cada año de ejercicio. El segmento Chile cada año ha ratificado ser la principal fuente de ingresos,

aumento de un 62% en el año 2016 a representar el 68% a junio del 2021. Luego lo sigue el segmento Negocios Internacionales el cual ha ido en descenso ya que en el año 2017 representó el 27% de los ingresos y para junio del 2021 un 21%. Por último, el segmento Vinos se ha mantenido constante a lo largo de los años representando un 12% de los ingresos.

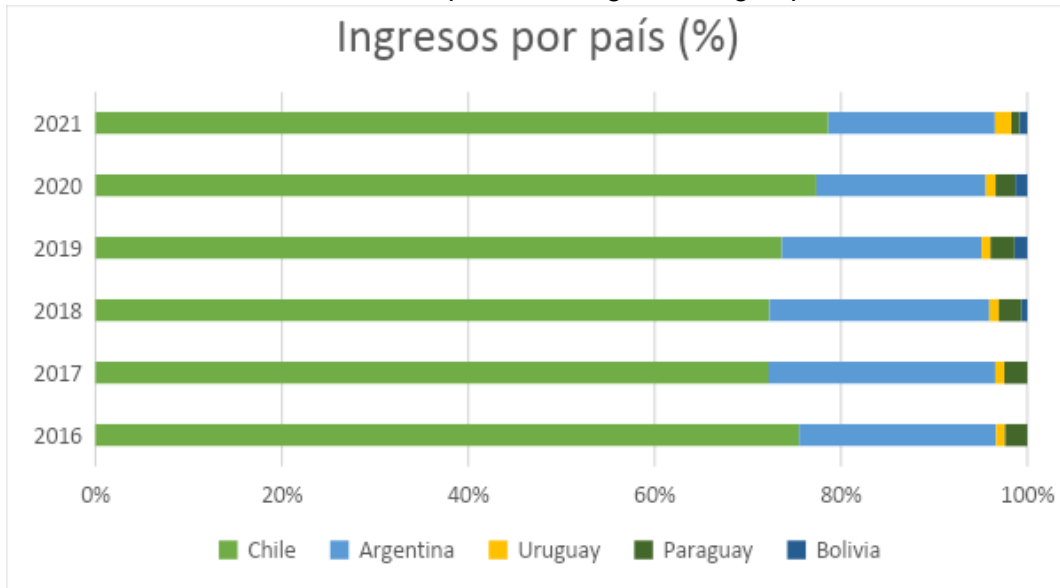
Gráfico 3: Participación de ingresos según segmento operacional



Fuente: Elaboración propia con datos del estado financiero de CCU.

En el gráfico número 3 se puede apreciar visualmente la importancia de cada país en la fuente de ingresos. Claramente el mercado chileno es la principal fuente de ingresos, en donde a lo largo de los años ha representado en promedio un 75% y a junio del 2021 un 79%. El segundo país más potente es el argentino representado un 24% en el año 2017, sin embargo, a caído levemente a un 18% a junio del 2021. Finalmente se encuentra Paraguay, Uruguay y Bolivia con un 2,1%, 1,1% y 0,7% en promedio respectivamente. Es importante mencionar que las operaciones en Bolivia comenzaron a consolidar en el año 2018.

Gráfico 3: Participación de ingresos según país



Fuente: Elaboración propia con datos del estado financiero de CCU.

En el gráfico número 4 se puede observar que los productos alcohólicos compuesto por cervezas, piscos, vinos, vodka, whisky y otros, proporcionan en promedio un 67% de los ingresos, mientras que los productos no alcohólicos compuesto por bebidas carbonatadas, aguas y jugos proporcionan un 31% de los ingresos.

Gráfico 4: Participación de ingresos según categoría



Fuente: Elaboración propia con datos del estado financiero de CCU.

A continuación, se hará un análisis más profundo de cómo han evolucionado los segmentos operacionales periodo a periodo, involucrando los países en los que opera CCU y las categorías que comercializa.

- Ingresos por ventas 2017

El segmento de operación Chile logro un aumento de 1,2% del volumen, alcanzando 17.863 mil hectolitros, lo que le permitió aumentar levemente la participación de mercado en dicho segmento. Además, logro un precio promedio de un 3,7% más alto en comparación al año anterior, permitiendo lograr ingresos por ventas 5,0% mayores, lo que representa CLP 1.047.119 millones.

El Segmento de operación Negocios Internacionales, logro un aumento de 16,9% del volumen, alcanzando 6.726 mil hectolitros, y un precio promedio en pesos chilenos 6,4% más altos que el año anterior, lo que llevó a Ingresos por ventas 24,4% mayores, llegando a CLP 460.317 millones, impulsado por el crecimiento de la industria cervecera en Argentina y un aumento en la participación de mercado en este segmento de operación.

El Segmento de operación Vinos logro un aumento de 3,1% del volumen, alcanzando 1.431 mil hectolitros, con un precio promedio en CLP 1,5% más bajo que el año anterior, el cual se vincula principalmente a la apreciación de 4,1% del peso chileno versus el dólar estadounidense, afectando los ingresos por exportación. Sin embargo, este segmento reporto ingresos por ventas 1,5% mayores, alcanzando CLP 204.454 millones.

- Ingresos por ventas 2018

El segmento de operación Chile logro un aumento de 5,6% del volumen, alcanzando 18.868 mil hectolitros, con un precio promedio de un 0,3% más alto que el año anterior, permitiendo lograr ingresos por ventas 6,0% mayores, alcanzando CLP 1.109.574 millones.

El Segmento de operación Negocios Internacionales, logro un aumento de 23% del volumen, alcanzando 8.273 mil hectolitros, y un precio promedio en pesos chilenos 14,5% más bajo que el año anterior, el cual se vincula por la fuerte depreciación del peso argentino versus al chileno, dado que el ultima moneda mencionada el precio promedio aumento en línea con la inflación. Con todo lo mencionado, los ingresos por ventas aumentaron un 5,1% llegando a CLP 483.926 millones.

El Segmento de operación Vinos reportó una caída de 3,0% del volumen, alcanzando 1.389 mil hectolitros, con un precio promedio CLP 4,1% más alto que el año anterior, el cual se vincula principalmente por el alza en el precio en el mercado chileno. Dado esto, este segmento logró ingresos por ventas 1,0% más alto, alcanzando CLP 206.519 millones.

- Ingresos por ventas 2019

El segmento de operación Chile logró un aumento de 4,9% del volumen, alcanzando 19.802 mil hectolitros, con un precio promedio estable en comparación al año anterior, permitiendo lograr ingresos por ventas 4,9% mayores, alcanzando CLP 1.164.304 millones.

El Segmento de operación Negocios Internacionales, logró un aumento de 7,6% del volumen, alcanzando 8.899 mil hectolitros, dicho crecimiento se explica principalmente por el aumento en el mercado argentino y la consolidación de las operaciones en el mercado boliviano. El precio promedio en pesos chilenos disminuyó un 10,8%, el cual se vincula por la fuerte depreciación del peso argentino versus el chileno. Con todo lo mencionado, los ingresos por ventas disminuyeron un 4,0% llegando a CLP 464.487 millones.

El Segmento de operación Vinos reportó un aumento de 0,5% del volumen, alcanzando 1.395 mil hectolitros, con un precio promedio en CLP 2,3% más alto que el año anterior, el cual se vincula por el fortalecimiento de los ingresos de exportación como consecuencia de la apreciación del dólar estadounidense. Dado esto, este segmento logró ingresos por ventas 2,8% más alto, alcanzando CLP 212.322 millones.

- Ingresos por ventas 2020

El segmento de operación Chile logró un aumento de 3,4% del volumen, alcanzando 20.484 mil hectolitros, con un precio promedio 3,2% más alto que el año anterior, el cual se explica por iniciativas de gestión de ingresos y un efecto mix positivo entre las categorías. Dado esto CCU logró ingresos por ventas 6,7% mayores, alcanzando CLP 1.242.763 millones.

El Segmento de operación Negocios Internacionales, reportó una caída del 1,3% del volumen, alcanzando 8.784 mil hectolitros, dicho desempeño estuvo explicado

principalmente por el impacto negativo en las ocasiones de consumo de las restricciones para controlar la pandemia, principalmente en el segundo y tercer trimestre. El precio promedio en pesos chilenos disminuyó un 12,1%, el cual se vincula por la fuerte depreciación del peso argentino versus el chileno. Con todo lo mencionado, los ingresos por ventas disminuyeron un 13,3% llegando a CLP 402.829 millones.

El Segmento de operación Vinos reportó un aumento de 10,3% del volumen, alcanzando 1.538 mil hectolitros, impulsado por el mercado chileno y argentino. El precio promedio en CLP fue 0,5% más alto que el año anterior, el cual se vincula por el fortalecimiento de los ingresos de exportación como consecuencia de la apreciación del dólar estadounidense. Dado esto, este segmento logró ingresos por ventas 10,2% más alto, alcanzando CLP 235.210 millones.

- Ingresos por ventas primer semestre 2021

El segmento de operación Chile durante el primer semestre del 2021 reportó un aumento de 17,2% del volumen en comparación al primer semestre del 2020, alcanzando 11.001 mil hectolitros, con un precio promedio 10,8% más alto que el año anterior, el cual se explica por un sólido desempeño de las marcas premium de cerveza, y la implementación de iniciativas de gestión de ingresos. Dado esto CCU logró ingresos por ventas 29,9% mayores, alcanzando CLP 709.656 millones.

El Segmento de operación Negocios Internacionales, ha reportado un aumento del 8,4% del volumen en comparación al primer semestre del 2020, alcanzando 4.091 mil hectolitros. El precio promedio en pesos chilenos aumentó un 9,9%, el cual se vincula a la gestión a ingresos y el efecto mix positivo en el portafolio que permitió compensar los efectos negativos de la depreciación del peso argentino. Con todo lo mencionado, los ingresos por ventas aumentaron un 19,1% llegando a CLP 220.562 millones.

El Segmento de operación Vinos reportó un aumento de 11,5% del volumen en comparación al primer semestre del 2020, alcanzando 766 mil hectolitros, impulsado por el mercado chileno y argentino. El precio promedio en CLP fue 0,8% más alto que el año anterior, el cual se vincula a un mejor desempeño del mix de portafolio, que logró compensar la depreciación del peso chileno en comparación al dólar estadounidense y el impacto negativo de los ingresos por exportación. Dado esto, este segmento logró ingresos por ventas 12,3% más alto, alcanzando CLP 121.185 millones.

5.2-. Análisis de costos y gastos operacionales de la empresa

Los costos por ventas y gastos operaciones de la empresa se presentan a continuación por segmento operacional que la empresa presenta en sus informes financieros, también se presentara un análisis de la depreciación y amortización de la empresa por segmento operacional periodo a periodo. Es importante mencionar que los gastos operacionales se dividen en 2: gastos de Marketing, Distribución y Administración (MSD&A por sus siglas en ingles) y otros gastos operacionales.

Tabla 19: Costos y Gastos operacionales históricos Segmento Operacional Chile.

Segmento Operacional	Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Chile UF	Ingresos por venta	37.853.972	39.074.335	40.251.855	41.127.040	42.750.215	23.886.246
	Costos por venta	-17.881.890	-18.046.196	-18.183.979	-19.076.280	-21.537.391	-11.637.023
	MSD&A	-14.172.167	-14.298.348	-14.773.488	-15.156.979	-15.260.809	-7.931.866
	Otras operaciones	65.845	90.992	57.541	186.029	56.227	17.746
Chile %	Ingresos por venta	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Costos por venta	-47,2%	-46,2%	-45,2%	-46,4%	-50,4%	-48,7%
	MSD&A	-37,4%	-36,6%	-36,7%	-36,9%	-35,7%	-33,2%
	Otras operaciones	0,2%	0,2%	0,1%	0,5%	0,1%	0,1%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de CCU.

A continuación, se hará un análisis de los costos y gastos operacionales del segmento operacional Chile durante el periodo de estudio.

- Segmento Operacional Chile 2017

El Costo de venta aumentó 2,6%, el cual se vincula por el crecimiento de volúmenes y por el aumento en el costo de algunas materias primas, principalmente aluminio y pulpa de fruta, que fueron compensados por la apreciación del peso chileno (CLP) contra el dólar estadounidense (USD) de 4,1% con respecto al año anterior. Por su parte, los gastos de MSD&A aumentaron 2,6% con respecto al año anterior, sin embargo, como porcentaje de los Ingresos por ventas disminuyeron de 37,4% a 36,6%, principalmente por los resultados del plan "ExCCelencia CCU".

- Segmento Operacional Chile 2018

El Costo de ventas aumentó 3,6%, el cual se vincula por el crecimiento de volúmenes, dado que el costo por hectolitro disminuyó 1,9%, principalmente por eficiencias en los costos de fabricación por el plan "ExCCelencia CCU", el impacto favorable en los costos de la apreciación del CLP contra el USD y la disminución en el costo del azúcar, parcialmente contrarrestado por el alza en el costo del aluminio y PET. Por su parte, los gastos de MSD&A aumentaron 6,3% con respecto al año anterior y, como porcentaje de los Ingresos por ventas, se mantuvieron prácticamente en línea de 36,6% a 36,7%, dado

que la disminución de gastos fijos por mayor escala y las eficiencias por el plan “ExCCelencia CCU” fueron mayormente contrarrestados por mayores gastos relacionados al alza del costo del petróleo.

- Segmento Operacional Chile 2019

El Costo de ventas aumentó 7,7%, el cual se vincula por el crecimiento de volúmenes, sumado a un aumento de 2,7% en el Costo de ventas por hectolitro, como resultado de la depreciación de 9,7% del CLP contra el USD, y su impacto en los costos vinculados a esta moneda, siendo parcialmente compensado por eficiencias en gastos de fabricación y abastecimiento, y menores costos de aluminio y PET. Por otro lado, los gastos de MSD&A aumentaron 5,4% con respecto al año anterior y, como porcentaje de los Ingresos por ventas, aumentaron levemente de 36,7% a 36,9%.

- Segmento Operacional Chile 2020

El Costo de ventas aumentó un 15,9%, el cual se vincula por un alza de 12,1% en el Costo de ventas por hectolitro, como consecuencia de la depreciación de 12,8% del CLP contra al USD, y un efecto mix entre categorías, compensado parcialmente por menores costos en materias primas. Por otro lado, los gastos de MSD&A aumentaron 3,4% con respecto al año anterior y, como porcentaje de los Ingresos por ventas, disminuyeron de 36,9% a 35,7%.

- Segmento Operacional Chile junio 2021

El Costo de ventas aumentó 7,8% en comparación al acumulado de junio 2020, el cual se vincula por el crecimiento de volúmenes, sumado a un aumento de 2,7% en el Costo de ventas por hectolitro, como resultado de la depreciación de 9,7% del CLP contra el USD, siendo parcialmente compensado por eficiencias en gastos de fabricación y abastecimiento, y menores costos de aluminio y PET. Por otro lado, los gastos de MSD&A aumentaron 5,4% con respecto al año anterior y, como porcentaje de los Ingresos por ventas, disminuyeron levemente de 35,7% a 33,2%.

Tabla 20: Costos y Gastos operacionales históricos Segmento Operacional Negocios Internacionales.

Segmento Operacional	Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Negocios internacionales UF	Ingresos por venta	14.046.942	17.177.201	17.555.305	16.407.221	13.857.043	7.423.861
	Costos por venta	-5.977.149	-7.103.452	-8.346.164	-8.791.291	-7.900.469	-3.925.246
	MSD&A	-7.264.826	-8.409.556	-7.639.591	-7.423.389	-6.515.964	-3.605.022
	Otras operaciones	-14.985	25.306	8.092.590	501.651	512.921	127.375
Negocios internacionales %	Ingresos por venta	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Costos por venta	-42,6%	-41,4%	-47,5%	-53,6%	-57,0%	-52,9%
	MSD&A	-51,7%	-49,0%	-43,5%	-45,2%	-47,0%	-48,6%
	Otras operaciones	-0,1%	0,1%	46,1%	3,1%	3,7%	1,7%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de CCU.

En base a la tabla número 20 se explica la evolución de los costos y gastos operacionales del segmento negocios internacionales:

- Segmento Operacional Negocios Internacionales 2017

El Costo de venta aumentó 20,9%, el cual se vincula por el crecimiento en volumen, la depreciación de 12,2% del peso argentino ("ARS") contra el USD y el aumento en costos de materias primas, incorporando el aluminio. Sin embargo, el Costo de venta como porcentaje de los Ingresos por venta disminuyó de 42,6% a 41,4% debido a las eficiencias del plan "ExCCelencia CCU", y al impacto positivo de escala en los costos de producción. El MSD&A, como porcentaje de los Ingresos por ventas, disminuyó de 51,7% a 49,0% por las iniciativas de eficiencia, tales como, la implementación del cambio en nuestro sistema de distribución en Argentina.

- Segmento Operacional Negocios Internacionales 2018

El Costo de ventas aumentó 20,8%, el cual se vincula por el crecimiento en volumen y por la fuerte depreciación del ARS contra el USD. Por otra parte, el MSD&A, como porcentaje de los Ingresos por ventas, disminuyó de 49,0% a 43,5% en virtud de las eficiencias del plan "ExCCelencia CCU" y la disminución de los gastos fijos producto del alza en volumen.

- Segmento Operacional Negocios Internacionales 2019

El Costo de ventas aumentó 20,8%, el cual se vincula por el crecimiento en volumen, por la depreciación de 58,9% del ARS contra el USD, así como también, el efecto de la inflación en Argentina, siendo parcialmente contrarrestada por eficiencias generadas en costos de manufactura y abastecimiento. Por otra parte, los MSD&A, como porcentaje de los Ingresos por ventas, aumentaron de 42,9% a 45,2%, asociado principalmente a la fuerte inflación en Argentina.

- Segmento Operacional Negocios Internacionales 2020

El costo por venta disminuyó 10,1%, el cual se vincula por la disminución en volumen, una disminución del 6,5% por hectolitro en CLP, explicado por la depreciación del ARS contra el CLP. Por otra parte, los MSD&A, como porcentaje de los Ingresos por ventas, aumentaron de 45,2% a 47,0%, asociado principalmente a la fuerte inflación en Argentina.

- Segmento Operacional Negocios Internacionales junio 2021

El Costo de ventas aumentó 6,7% en comparación al acumulado de junio 2020, el cual se vincula por el crecimiento de volúmenes, sumado a un aumento del Costo de ventas por hectolitro, como resultado de la depreciación de 35,9% del ARS contra el USD, y un aumento en el costo de materias primas, incorporando el aluminio. Por otro lado, los gastos de MSD&A aumentaron 7,8% con respecto al año anterior y, como porcentaje de los Ingresos por ventas, aumentaron levemente de 47,0% a 48,6%.

Tabla 21: Costos y Gastos operacionales históricos Segmento Operacional Vinos

Segmento Operacional	Componente	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Vinos	Ingresos por venta	7.643.928	7.629.402	7.491.849	7.499.901	8.091.080	4.078.942
	Costos por venta	-4.286.411	-4.710.938	-4.834.673	-4.548.360	-4.799.139	-2.491.487
	MSD&A	-1.973.855	-2.012.891	-1.901.222	-1.963.827	-2.228.759	-1.075.336
	Otras operaciones	27.808	9.395	66.348	18.192	21.403	6.726
Vinos	Ingresos por venta	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Costos por venta	-56,1%	-61,7%	-64,5%	-60,6%	-59,3%	-61,1%
	MSD&A	-25,8%	-26,4%	-25,4%	-26,2%	-27,5%	-26,4%
	Otras operaciones	0,4%	0,1%	0,9%	0,2%	0,3%	0,2%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de CCU.

En base a la tabla número 21 se explica la evolución de los costos y gastos operacionales del segmento de los Vinos:

- Segmento Operacional Vinos 2017

El costo por venta aumento 9,9%, el cual se vincula por el aumento en volumen, un aumento del 8,4% por hectolitro en CLP, explicado por la una vendimia con volúmenes por debajo del promedio y por malas cosechas internacionales.

- Segmento Operacional Vinos 2018

El costo por venta aumento 2,6%, el cual se vincula por el aumento en volumen, un aumento del costo por venta del 8,4% por hectolitro en CLP. Sin embargo, la vendimia del 2018 tuvo una producción promedio histórica, lo que permitió una reducción gradual de los costos por ventas. Por otro lado, los gastos de MSD&A disminuyeron 2,8% y como

porcentaje de los Ingresos por ventas pasaron de 26,4% a 25,4%, debido a una mayor eficiencia de gastos.

- Segmento Operacional Vinos 2019

El costo por venta disminuyó 5,9%, a pesar del aumento en volumen, el cual se vincula a la buena producción de la vendimia del año 2019 y la disminución del costo por venta del 3,4% por hectolitro en CLP. Por otro lado, los gastos de MSD&A aumentaron 6,1% y como porcentaje de los Ingresos por ventas se elevaron de 25,4% a 26,2%.

- Segmento Operacional Vinos 2020

El costo por venta aumentó 5,5%, el cual se vincula por el aumento en volumen, a pesar de la que disminuyó en un 1,7% el costo pro venta por hectolitros. Por otro lado, Los gastos de MSD&A aumentaron 16,5% y como porcentaje de los Ingresos por ventas se elevaron de 26,2% a 27,5%.

- Segmento operacional Vinos primer semestre 2021

El Costo de ventas aumentó 17,3% en comparación al acumulado de junio 2020, el cual se vincula por el crecimiento de volúmenes, sumado a un aumento del 5,3% del Costo de ventas por hectolitro. Por otro lado, los gastos de MSD&A aumentaron 3,6% y como porcentaje de los Ingresos por ventas representan un 26,4%.

Para finalizar el análisis de costos y gastos operacionales se hará un análisis de la costos y gastos por depreciación y amortización por segmento operacional. Es importante mencionar que dada la naturaleza de la compañía la depreciación se contabiliza en: i) Costos de ventas mediante la depreciación de activos relacionados a la producción y depreciación de los envases retornables. ii) Otros gastos por función mediante: depreciación de activos de ventas. iii) Gastos de administración mediante: depreciación de oficinas.

Tabla 22: Depreciación y Amortización histórica según Segmento Operacional

Segmento operacional	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Chile UF	2.343.134	2.418.370	2.290.840	2.342.001	2.411.612	1.113.624
Negocio Internacional UF	452.737	580.947	718.235	956.475	878.971	466.515
Vinos UF	268.668	280.073	287.857	347.092	398.184	187.607
Otros UF	105.648	161.129	87.307	64.116	88.760	39.885
Total UF	3.170.188	3.440.519	3.384.238	3.709.684	3.777.528	1.807.632
Chile %	74%	70%	68%	63%	64%	62%
Negocio Internacional %	14%	17%	21%	26%	23%	26%
Vinos %	8%	8%	9%	9%	11%	10%
Otros %	3%	5%	3%	2%	2%	2%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

Como se puede observar en la tabla número 22, el costo/gasto por depreciación y amortización a aumentado constantemente pasando de UF 3.170.188 en el 2016 a UF 3.777.528 en el 2020, es decir un aumento del 19,2%. Sin embargo, a junio 2021 se ha reportado un monto igual a UF 1.807.632, cuando para junio 2020 fue de UF 1.930.641, es decir, una disminución del 6,4%.

El aumento en los costos/gastos por depreciación y amortización pueden ser explicados mediante sus segmentos operacionales, en donde es en el segmento Chile en donde más de financia dicho costo/gasto. El costo/gasto en depreciación y amortización se ha mantenido constante en el tiempo, con un valor promedio de UF 2.361.191, sin embargo, como porcentaje del total ha disminuido a lo largo de los años, pasando de un 74% en diciembre 2016 a 62% en junio 2021. Esta caída porcentual se vincula a la expansión operacional de CCU en sus negocios internacionales, dado que para diciembre 2016 se financiaba UF 452.737 pasando a diciembre 2020 a UF 878.971, es decir un aumento del 94,1%, esto significa que la empresa paso de tener un porcentaje respecto del total a diciembre 2016 de 14% a tener en diciembre 2020 de 23% y a junio 2021 de 26%. Por último, el segmento operacional Vinos también ha aumentado a lo largo de los años, representando en diciembre 2016 UF 268.668 (8% del total) a diciembre 2020 UF 398.184 (11% del total), es decir un aumento del 48,2%.

5.3.- Análisis del resultado no operacional de la empresa

En esta sección se estudia el resultado no operacional de la compañía y su comportamiento a través de los años. El análisis comienza desde diciembre 2016 a junio 2021 y se describen los componentes del resultado no operacional en la siguiente tabla.

Tabla 22: Resultado no operacional historico

Gastos no operacionales (UF)	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Ingresos por ventas	59.165.739	63.376.070	64.691.864	64.378.119	63.899.986	34.992.931
Otros Ingresos, por función	195.239	250.685	8.287.629	797.766	663.766	172.625
Otras ganancias (Perdidas)	-316.757	-287.960	146.182	111.509	-392.499	23.482
Ingresos financieros	215.579	188.481	572.973	463.358	118.717	229.472
Costos financieros	-770.732	-901.791	-854.707	-979.169	-987.745	-474.923
Participación en utilidad de asociadas y negocios conjuntos	-211.042	-332.639	-392.353	-580.424	-290.234	-79.052
Diferencia de cambio	17.345	-95.642	119.701	-319.822	87.781	-93.109
Resultado por unidades de reajuste	-85.276	-4.125	26.919	-291.594	-14.764	26.843
Impuestos a las ganancias	-1.147.958	-1.804.826	-4.938.252	-1.412.080	-1.218.026	-1.060.419

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de CCU.

Otros ingresos por función: se refiere a entradas y salidas de dinero que obtiene la compañía que no están involucrados con el giro principal de esta, principalmente, ingresos por venta de activo fijo y otros activos, recuperación de siniestros, arriendos, y cobros por término anticipado de licencia. Se puede observar que en el año 2018 se reportó una suma UF 8.287.629 la cual es anormal al resto de los años, el motivo de esto se debe a un término anticipado al contrato de licencia en Argentina de la marca “Budweiser” (AnheuserBusch LLC). Para los valores reportado en los años 2019 y 2020, corresponden a consecuencias del término de la licencia.

Otras ganancias (perdida): se refiere a entradas y salida de dinero que obtiene la compañía que no están involucrado con el giro principal de esta, principalmente, resultado de contratos de derivados, mayor valor en inversiones efectuadas en subsidiarias directas e indirectas, valor bursátil-valor negociable, pérdida por deterioro (plusvalía y PPE), entre otros. De acuerdo con la tabla número 22, se reportó una pérdida en el año 2020 de UF 392.449 el cual se explica por contratos derivados y pérdida por deterioro.

Ingresos financieros: se refiere a entradas de dinero provenientes de la rentabilidad de la inversión en capital financiero. Se puede observar que los ingresos financieros se mantienen con aumentos en los años 2018 y 2019.

Costos financieros: se refiere a salidas de dinero provenientes de operaciones financieras, tal como intereses de bonos e intereses por préstamos bancarios. Se puede observar que los costos financieros se mantienen con variaciones mínimas a lo largo del período analizado y los aumentos en cada año se deben principalmente a la emisión de bonos.

Utilidades compartidas: se refiere a la participación en las ganancias o pérdidas en las sociedades que califican como negocios conjuntos y asociadas, contabilizadas por el método de la participación. Destacan los negocios en Cervecería Austral S.A, Foods

Compañía de Alimentos CCU Ltda, Central Cervecera de Colombia S.A.S, Zona Franca Central Cervecera S.A.A, entre otras. Se puede observar niveles de perdidas constante, sin embargo, se reportó una perdida UF 580.424 en el año 2019 debido a una perdida en la Compañía Cervecera de Colombia.

Diferencias de cambio: se refiere a las ganancias o pérdidas que se obtienen por el tipo de cambio en el negocio de la compañía en otros países que se encuentran en una divisa diferente al de presentación. Las monedas extranjeras son dólar estadounidense, Euro, Peso uruguayo, Guarani paraguayo, Boliviano, Peso Colombiano, entre otros. La tendencia es que se obtengan ganancias por el efecto positivos de la conversión de cifras. Sin embargo, en el año 2019 se reportó una pérdida de UF319.822 y para lo transcurrido en el año 2021 se han reportado perdidas de UF 93.109.

Resultado por unidad de reajuste: se refiere a las ganancias o pérdidas que se obtienen por reajuste de unidades, las cuales son: unidades de fomento (UF) y unidad indexada a la inflación (UI). La tendencia es que se obtengan perdidas por el efecto negativo de la conversión de cifras. Sin embargo, para lo transcurrido en el presente año se han reportado ganancias de UF 26.843.

Impuesto a las ganancias: se refiere al impuesto a las ganancias que conforme con los años ha ido aumentando, pasando de un 21,5% en el año 2019 a un 25,5% a junio 2021.

5.4.- Análisis de márgenes de la empresa

En la presente sección se analizan los márgenes de rentabilidad de CCU, especialmente el margen bruto, margen EBITDA, margen operacional y margen neto entre los años 2016 y junio 2021

Tabla 23: Márgenes históricos de CCU

EERR UF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Ingresos por ventas	59.165.739	63.376.070	64.691.864	64.378.119	63.899.986	34.992.931
Margen Bruto	31.011.022	33.570.320	33.493.361	32.293.340	30.049.805	17.159.180
Margen EBITDA	10.785.638	12.205.836	20.387.986	11.862.589	10.196.129	6.332.011
Margen Operacional	7.298.693	8.477.357	17.149.930	8.264.414	6.026.102	4.547.862
Margen Neto	5.316.608	5.526.817	11.684.212	5.144.683	3.721.831	3.096.674
Margen Bruto	52,4%	53,0%	51,8%	50,2%	47,0%	49,0%
Margen Operacional	18,2%	19,3%	31,5%	18,4%	16,0%	18,1%
Margen EBITDA	12,3%	13,4%	26,5%	12,8%	9,4%	13,0%
Margen Neto	9,0%	8,7%	18,1%	8,0%	5,8%	8,8%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

Antes de hablar de índices de rentabilidad es importante observar la evolución de los ingresos por ventas, estos han ido en aumento durante el periodo en estudio, pasando de UF 59.165.730 en el 2016 a UF 63.899.986 en el 2020, y hasta junio 2021 se han reportado UF 34.992.931. Sin embargo, este aumento en los ingresos por ventas ha sido afectado por un mayor costo por venta (explicados en la sección “Análisis de costos y gastos operacionales de la empresa”), provocando una caída en el margen bruto, pasando de un 52,5% en el 2016 a un 47% en el 2021, sin embargo, para junio 2021 la empresa ha logrado mejorar este margen aumentándolo a un 49%.

En cuanto al margen operacional y EBITDA, no se puede apreciar un patrón de aumento o disminución, aunque en promedio (sin contabilizar el 2018) se puede observar un margen operacional promedio de 18% y 12,2% respectivamente. Para el año 2018 se puede observar un margen de 31,5% y 26,5% respectivamente, el cual es explicado por los CLP 213.400.487.000 en otros ingresos por función debido al termino anticipado de la licencia de la marca “Budweiser” en argentina provocando dicho aumento significativo del margen operacional y EBITDA.

Por último, el margen neto ha ido en descenso durante los años de estudio, dado que ha pasado de un 9,0% en 2016 a un 5,8% en 2020. Sin embargo, para lo transcurrido en el presente año se han reportado un margen neto equivalente a 8,8%, explicados principalmente por una disminución (% con respecto a los ingresos por ventas) en los costos por ventas, y costos y gastos por distribución.

5.5.- Análisis de los activos de la empresa

5.5.1 Activos operaciones y no operacionales:

En esta sección se analizan los activos de la compañía, los que se presentan en detalles y separados entre activos corrientes y no corrientes. Además, se clasifican para junio 2021 los activos operacionales y no operaciones para comprender la incidencia en la actividad de la compañía.

Tabla 24: Activos corrientes de CCU

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Activos corrientes:						
Efectivo y equivalentes al efectivo	5.087.038	6.345.388	11.572.825	6.936.406	13.635.518	12.621.916
Otros activos financieros	319.056	400.184	825.134	346.711	420.105	516.007
Otros activos no financieros	601.993	590.870	684.233	791.086	525.572	748.127
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	10.656.913	10.680.353	11.634.070	10.597.477	9.473.161	7.384.866
cuentas por cobrar a entidades relacionadas	134.209	216.835	110.602	115.814	182.766	117.722
inventarios	7.564.585	7.537.385	8.273.379	8.210.348	7.975.254	9.907.521
Activos biológicos corrientes	301.669	304.412	307.986	334.125	364.462	43.128
activos por impuestos corrientes	1.116.726	1.089.671	627.678	534.522	373.761	584.743
Activos no corrientes mantenidos para la venta	90.249	86.040	100.872	13.534	72.972	72.901
Total Activos Corrientes UF	25.872.440	27.251.139	34.136.778	27.880.022	33.023.572	31.996.930

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

Tabla 25: Activos corrientes sobre total de activos de CCU (%)

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Activos corrientes:						
Efectivo y equivalentes al efectivo	7,2%	8,6%	13,3%	8,3%	15,7%	14,7%
Otros activos financieros	0,4%	0,5%	0,9%	0,4%	0,5%	0,6%
Otros activos no financieros	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	0,6%	0,9%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	15,0%	14,5%	13,3%	12,7%	10,9%	8,6%
cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,2%	0,3%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
inventarios	10,6%	10,2%	9,5%	9,9%	9,2%	11,5%
Activos biológicos corrientes	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,1%
activos por impuestos corrientes	1,6%	1,5%	0,7%	0,6%	0,4%	0,7%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%
Total Activos Corriente %	36,4%	37,0%	39,1%	33,5%	38,0%	37,2%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

Analizando el balance de la empresa se puede observar un crecimiento en los activos corrientes durante el periodo de estudio, pasando de UF 25.872.440 en el 2016 a UF 33.023.572 en el 2020, es decir un aumento del 27,5%. Ahora bien, si se considera el balance reportado hasta junio 2021 equivalente a UF 31.996.930 el crecimiento es de un 23,7%.

Los activos corrientes más representativos en comparación al total de activos son: i) Efectivo y equivalente al efectivo y ii) Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar y iii) Inventario. En cuanto al efectivo y equivalente se pueden observar 2 aumentos significativos de liquidez, el primero entre los periodos 2017-2018 de un 82,4% y el segundo entre los periodos 2019-2020 de un 96,6%, esta cuenta en el 2020 ha representado un 15,7% del total y durante los transcurrido en el presente año un 14,7%. En cuanto a las cuentas por cobrar se puede observar un descenso, pasando de un UF11.634.070 en 2017 a UF 9.473.161 en 2020, incluso para lo transcurrido en el presente año se ha reportado un valor de UF 7.384.866. En cuanto a la proporción que

representa esta cuenta respecto al total de activos, se puede observar una caída constante dado que en el 2016 representaba un 15,0% y en el 2020 un 10,9%, y para el 2021 un 8,6%. Por último, la cuenta inventario es la tercera cuenta más relevante de los activos corrientes dado que ha representado en promedio un 9,9% (UF 7.912.190) entre 2016 y 2020, y un 10,2% (UF 8.244.745) entre 2016 y 2021 (junio) del total de activos.

Tabla 26: Activos no corrientes de CCU

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Activos no corrientes:						
Otros activos financieros	7.734	71.579	120.623	164.979	411.190	580.375
Otros activos no financieros	179.434	202.687	181.644	248.757	291.695	311.986
cuentas por cobrar no corrientes	135.259	124.285	122.004	113.904	64.005	101.883
cuentas por cobrar a entidades relacionadas	13.537	9.645	6.924	4.172	4.560	3.421
Inversiones metodo de la participacion	2.444.398	3.704.372	5.151.958	4.807.430	4.509.986	4.029.963
activos intangibles distintos plusvalia	2.957.880	2.874.546	4.315.644	4.437.264	4.411.971	4.531.261
plusvalia	3.678.709	3.530.748	4.463.681	4.413.836	4.031.284	4.059.025
PPE (neto)	34.314.005	34.252.878	37.048.335	38.768.509	38.100.539	38.715.457
Propiedades de inversion	237.355	217.379	316.187	293.652	265.079	276.064
activos por impuestos diferidos	1.209.377	1.505.751	1.367.314	1.926.131	1.755.904	1.305.761
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	-	-	46.106	81.425	111	98
Total Activos No Corrientes UF	45.177.687	46.493.871	53.140.420	55.260.059	53.846.324	53.915.294

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

Tabla 27: Activos no corrientes sobre total de activos de CCU

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Activos no corrientes:						
Otros activos financieros	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%	0,5%	0,7%
Otros activos no financieros	0,3%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%
cuentas por cobrar no corrientes	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inversiones metodo de la participacion	3,4%	5,0%	5,9%	5,8%	5,2%	4,7%
activos intangibles distintos plusvalia	4,2%	3,9%	4,9%	5,3%	5,1%	5,3%
plusvalia	5,2%	4,8%	5,1%	5,3%	4,6%	4,7%
PPE (neto)	48,3%	46,4%	42,4%	46,6%	43,9%	45,1%
Propiedades de inversion	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
activos por impuestos diferidos	1,7%	2,0%	1,6%	2,3%	2,0%	1,5%
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Total Activos No Corrientes %	63,6%	63,0%	60,9%	66,5%	62,0%	62,8%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

En cuanto a los activos no corrientes se puede observar que la cuenta “propiedad, planta y equipo (PPE)” es el principal activo de la empresa, equivalente a UF 34.315.005 en 2016 a UF 38.715.457 en 2021 (junio), es decir un aumento del 12,8%, pero representa en promedio un 45,5% del total de activos, lo cual concuerda con la importancia de la producción del negocio. Adicionalmente, se puede observar un crecimiento en la cuenta “Inversión contabilizada por el método de la participación” desde un 3,4% en 2016 a un

4,7% en 2021 (junio), y un crecimiento en la cuenta “Activos intangibles distintos plusvalía” desde un 4,2% en 2016 a un 5,3% en 2021 (junio).

En cuanto a la proporción de activos corrientes y no corrientes se puede observar que se ha mantenido a niveles constante durante los años, promediando un 36,1% y un 63,1% respectivamente, esta diferencia se debe principalmente al porcentaje que representa el activo más importante de la empresa, el PPE. (Ver anexo 4).

Ahora bien, si se segmentan los activos según operacionales y no operacionales, quedan clasificados de la siguiente manera:

Tabla 28: Activos operacionales y no operacionales de CCU

UF	jun-21	Operacional	No operacional
Activos corrientes:			
Efectivo y equivalentes al efectivo	12.621.916		x
Otros activos financieros	516.007		x
Otros activos no financieros	748.127	x	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	7.384.866	x	
cuentas por cobrar a entidades relacionadas	117.722	x	
inventarios	9.907.521	x	
Activos biológicos corrientes	43.128	x	
activos por impuestos corrientes	584.743	x	
Activos no corrientes mantenidos para la venta	72.901		x
Activos no corrientes:			
Otros activos financieros	580.375		x
Otros activos no financieros	311.986	x	
cuentas por cobrar no corrientes	101.883	x	
cuentas por cobrar a entidades relacionadas	3.421	x	
Inversiones metodo de la participacion	4.029.963		x
activos intangibles distintos plusvalia	4.531.261	x	
plusvalia	4.059.025		x
PPE (neto)	38.715.457	x	
Propiedades de inversion	276.064	x	
activos por impuestos diferidos	1.305.761	x	
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	98	x	

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

Efectivo y equivalente al efectivo: incluyen el efectivo en caja, los saldos en bancos, los depósitos a plazo en entidades financieras, las inversiones en cuotas de fondos mutuos y los instrumentos financieros y otras inversiones de gran liquidez, con un vencimiento original de corto plazo (igual o inferior a 3 meses).

Otros activos financieros, corrientes y no corriente: incluyen valores negociables, contratos derivados en entidades financieras y depósitos a plazo con vencimientos a más de 90 días.

Activos no corrientes mantenidos para la venta: Son las propiedades, plantas y equipo sujetos a enajenación, las cuales ya se han iniciado gestiones para su venta

Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación: son todas las entidades sobre las que el Grupo ejerce influencia significativa pero no tiene control.

Plusvalía: representa el exceso del costo de adquisición y el interés no controlador sobre el valor razonable de la participación del Grupo en los activos netos identificables de la filial adquirida, a la fecha de adquisición.

5.5.2.- Capital de trabajo operativo neto

En esta sección se calcula el Capital de trabajo operativo neta (CTON), el cual se obtiene mediante la diferencia entre activos operativos corrientes y pasivos operativos corrientes, y que en las secciones posteriores se utilizara para estimar la inversión en capital de trabajo. Para CCU los activos operacionales corrientes son las siguientes cuentas: i) Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, ii) Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, iii) Inventario y iv) Activos biológicos corrientes. Esta cuarta cuenta se incorpora debido a que es el producto agrícola (uva) derivado de las plantaciones en producción que tiene como destino ser el insumo principal en la producción de Vinos.

Tabla 29: Activos y Pasivos operacionales de CCU

Activos Operacionales	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	10.656.913	10.680.353	11.634.070	10.597.477	9.473.161	7.384.866
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	134.209	216.835	110.602	115.814	182.766	117.722
Inventarios	7.564.585	7.537.385	8.273.379	8.210.348	7.975.254	9.907.521
Activos biológicos corrientes	301.669	304.412	307.986	334.125	364.462	43.128
Total UF	18.657.377	18.738.985	20.326.038	19.257.764	17.995.643	17.453.236
Pasivos Operacionales	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas	9.858.041	10.511.235	11.005.677	10.832.081	11.163.309	11.634.266
Cuentas por pagar EERR	361.700	375.737	251.649	317.183	634.061	739.736
Provisiones beneficios a los empleados	866.792	978.892	1.153.392	966.311	1.372.554	987.731
Total UF	11.086.534	11.865.864	12.410.718	12.115.575	13.169.923	13.361.734

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

Por otro lado, los pasivos operaciones corrientes son las siguientes cuentas: i) Cuentas por pagar (CxP) comerciales y otras cuentas por pagar, ii) Cuentas por pagar a entidades relacionadas y iii) Provisiones corrientes por beneficio a los empleados.

Tabla 30: CTON y RCTON de CCU

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
CTON	7.570.843	6.873.121	7.915.320	7.142.190	4.825.720	4.091.503
Ingresos por ventas	59.165.739	63.376.070	64.691.864	64.378.119	63.899.986	34.992.931
RCTON (% ventas)	12,8%	10,8%	12,2%	11,1%	7,6%	11,7%
RCTON (días ventas)	46,7	39,6	44,7	40,5	27,6	42,7

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

En cuanto a la tabla 30, se puede observar que históricamente entre los años 2016 y 2020 el CTON ha caído un 36,3% pasando de UF 7.570.843 a UF 4.824.720, el cual se explica por una caída del 3,6% de los activos operaciones durante el mismo periodo y un aumento del 18,8% de los pasivos corrientes durante el mismo periodo. Ahora bien, si se incorpora el análisis hasta junio 2021, la caída del CTON es de un 46%.

Ahora bien, el RCTON (CTON/ingresos por ventas) ha caído de un 12,8% en el 2016 a un 7,5% en el 2020, sin embargo, para junio 2021 es de un 11,7%. Por último, el RCTON como días de ventas ha caído de 46,7 días en el 2016 a 27,6 días al 2020 y en promedio 40,3 días contabilizando lo operado hasta junio 2021.

5.5.3.- Inversiones

El crecimiento en cada uno de los tres segmentos operaciones de la empresa requiere de permanente inversiones, las cuales están orientada tanto en la reposición normal de los activos operacionales debido a la depreciación que sufren sus activos en cada periodo, como también a la modernización y nuevas instalaciones para ampliar y mejorar la capacidad productiva, así como a la adquisición de participaciones en empresas afines a sus actividades tanto en Chile como en exterior.

Para el año 2016 el segmento de operación en Chile contaba con 14 plantas productivas, las cuales se dividen en 5 plantas para licores, 3 plantas para cervezas, 5 plantas para bebidas no alcohólicas y 1 planta mixta. Esto le generaba a la empresa una capacidad productiva de 339,6 millones de litros mensuales y 37,5 millones de hectolitros anual.

El segmento de negocios internacionales contaba con 8 plantas productivas, las cuales se dividen en 3 para cervezas, 3 para sidra y 2 para bebidas no alcohólicas. Esto le generaba a la empresa una capacidad productiva de 106 millones de litros mensuales y 9,9 millones de hectolitros anual.

Por último, el segmento de vinos contaba con 4 plantas de producción y 2 bodegas de abastecimiento. Esto le generaba a la empresa una capacidad de llenado agregada de

73.320 litros por hora y una capacidad para almacenar en tanques y barriles 89.3 millones de litros.

Tabla 31: Inversiones de CCU

UF	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Ingresos operacionales	59.165.739	63.376.070	64.691.864	64.378.119	63.899.986	34.992.931
Compras de propiedad, planta y equipos	4.770.451	4.609.528	4.656.733	4.756.939	4.025.192	2.316.813
Compras de activos intangibles	121.136	83.539	111.511	205.553	198.590	67.962
% inversiones sobre los ingresos	8,27%	7,41%	7,37%	7,71%	6,61%	6,82%
Depreciacion y Amortizacion	3.964.456	4.402.999	3.384.238	3.709.684	3.777.528	1.807.632
% dep. y amor. sobre inversiones	81,05%	93,82%	70,97%	74,75%	89,43%	75,80%

Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros de la empresa.

A lo largo de los años de estudio la empresa en promedio ha realizado inversiones de UF 4.563.769 (sin considerar año 2021) en compras consideradas como Propiedad, Planta y Equipo, y de UF 144.066 (sin considerar año 2021) en compras consideradas como Activos Intangibles. Estas inversiones en el año 2016 representaron un 8,27% de los ingresos operacionales mientras que para junio 2021 han representado un 6,82%, lo cual es explicado principalmente por un aumento en los ingresos operacionales y por un nivel constante en inversiones.

El financiamiento de las inversiones proviene en su mayoría de los flujos operacionales generados por la empresa y de la contratación de nuevos créditos, velando en todo momento por mantener una adecuada estructura que permita minimizar los costos de capital, así como de plazos y niveles de endeudamiento compatible con la generación de los flujos de caja operacionales.

Por otro lado, la depreciación y amortización esta compuestas por: i) Terrenos, edificios y construcciones; ii) Maquinarias y equipos; iii) Envases y contenedores; iv) Otros equipos; v) Activos en construcción y vides en formación; vi) Muebles, enseres y vehículos; vii) Vides en producción. Los montos destinados a esta cuenta han aumentado de UF 3.964.456 en 2016 a UF 3.777.528 en 2021 y de UF 1.807.632 a junio 2021. Estos costos y gastos en depreciación y amortización sobre el total de inversión a lo largo de los años representando un 81,05% en 2016, un 70,97% en 2018, un 89,43% en 2020 y un 75,80% en junio 2021

Por último, todos estos montos destinados a compras de PPE y Activos intangibles han permitido a la compañía en el 2020 a poseer 32 plantas productivas y 44 centros de distribución en total.

Para el segmento de operación en Chile cuenta con 15 plantas productivas, las cuales se dividen en 5 plantas para licores, 2 plantas para cervezas, 7 plantas para bebidas no alcohólicas y 1 planta mixta. Esto le genera a la empresa una capacidad productiva de 440,2 millones de litros mensuales y 48,4 millones de hectolitros anual.

El segmento de negocios internacionales contaba con 10 plantas productivas, las cuales se dividen en 4 para cervezas, 2 para sidra, 3 para bebidas no alcohólicas y 1 planta mixta. Esto le generaba a la empresa una capacidad productiva de 111,3 millones de litros mensuales y 12,2 millones de hectolitros anual.

Por último, el segmento de vinos contaba con 5 plantas de producción. Esto le generaba a la empresa una capacidad de llenado agregada de 86,195 litros por hora y una capacidad para almacenar en tanques y barriles 127,0 millones de litros.

5.6.- Análisis de crecimiento de la industria

Como se definió en un comienzo, Compañía de Cervecerías Unidas S.A. Pertenece tanto a la industria de bebidas alcohólicas como a las no alcohólicas. Además, opera en distintas zonas geográficas de América del Sur, los cuales son: i) Chile, ii) Argentina, iii) Paraguay, iv) Uruguay y v) Bolivia. Es por esto, que se hará un análisis de crecimiento detallado por zonas geográficas y tipos de productos que la empresa comercializa en cada país.

- Chile

Chile es el principal mercado de la compañía representando en el 2020 el 76,6% de los ingresos y un 78,6% hasta junio 2021. En el segmento de las bebidas alcohólicas la empresa comercializa: cervezas, licores (pisco, whisky, vodka, etc), bebidas listas para beber y vinos. Mientras que en el segmento de las bebidas no alcohólicas comercializa: Bebidas carbonatadas, jugos, aguas, energéticas, bebidas deportivas, entre otros

Durante el 2019 se vendieron UF 182.547.229 de bebidas alcohólicas y en el 2020 se vendieron UF 154.493.905, es decir una caída del 15.37%. Sin embargo, se espera que en el año 2021 dicho segmento vuelva a presentar la tendencia de crecimiento (2010 en adelante) que se reportaba antes de la pandemia vendiendo UF 159.689.278.

La bebida alcohólica más vendida históricamente desde el 2016 al 2020 es la cerveza, representando en promedio el 73,2% del volumen total de litros de bebidas alcohólicas. Luego lo sigue el vino con el 20,6%, después los licores (destilados) con un 4,4%, y

finalmente la sidra y las bebidas lista para beber (RTDs por sus siglas en inglés) con un 1,7% y 0,1% respectivamente. (Ver anexo 5)

Tabla 32: Crecimiento esperado de bebidas alcohólicas en Chile

UF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Cerveza	2,79%	13,62%	9,28%	9,64%	9,81%
Sidra	7,95%	8,51%	6,26%	5,71%	4,97%
RTDs	7,83%	3,88%	2,57%	2,84%	3,11%
Licores	7,41%	18,59%	3,42%	3,92%	4,18%
SubTotal	4,08%	14,56%	7,56%	8,01%	8,27%
Vinos	1,54%	11,80%	2,08%	2,81%	3,42%
Total	3,36%	13,79%	6,06%	6,65%	7,04%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Según Euromonitor, se espera que las ventas para el 2021 aumenten levemente en un 4,08% sin considerar la venta de vinos y un 3,36% considerando la venta de vinos, aunque el mayor crecimiento (porcentualmente) en el 2022, año en el que se espera que todas las restricciones producidas por la pandemia hayan sido eliminadas, las ventas crezcan un 14,56% sin considerar la venta de vinos y un 13,37% considerando la venta de vinos. Por último, desde el 2023 al 2025 se espera un crecimiento sostenido en torno a un 8% en ventas sin considerar los vinos y un 6,5% considerando la venta de vinos.

En cuanto a las bebidas no alcohólicas en el 2019 se vendieron UF 126.826.470 de bebidas no alcohólicas y en el 2020 se vendieron UF 106.954.706, es decir una caída del 15.67%. A medida que la pandemia se controle de mejor manera, y con la vacunación en el horizonte, y los puntos de venta de servicios de alimentos vean menos interrupciones en sus operaciones, se prevé que las ventas en el comercio se recuperen con fuerza. Es por esto que Euromonitor pronostica para el año 2021 ventas de UF 114.359.335 lo cual representa un crecimiento del 6,92%

La bebida no alcohólica más vendida históricamente desde el 2016 al 2020 es la carbonatada representando en promedio el 64,3% del volumen total de litros de bebidas no alcohólicas. Luego lo sigue el agua embotellada con el 19,7%, después los jugos con un 12,1%, y en menor proporción las bebidas deportivas, energéticas y te con un 1,5%, 1,3% y un 0,4% respectivamente. (Ver anexo 6)

Tabla 33: Crecimiento esperado de bebidas no alcohólicas en Chile

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Agua embotellada	14,09%	8,73%	8,74%	8,69%	8,75%
Carbonatos	3,93%	3,17%	3,33%	3,56%	3,76%
Concentrados	0,26%	1,93%	1,92%	1,89%	2,07%
Jugo	13,06%	5,26%	4,37%	4,37%	4,13%
Te RTD	-4,03%	3,78%	4,82%	4,89%	4,90%
Energetica	10,23%	19,63%	19,40%	18,43%	17,71%
Deportiva	12,73%	4,84%	6,67%	7,60%	7,58%
Total	6,92%	5,24%	5,41%	5,64%	5,84%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Como se mencionó anteriormente se espera que las ventas de bebidas no alcohólicas en Chile crezcan un 6,92% en el 2021, mientras que para los años siguientes el crecimiento sea en torno a un 5,53%.

- Argentina

Argentina es el segundo mercado de la compañía vendiendo solo productos alcohólicos representando en el 2020 el 19,1% de los ingresos en el 2020 y un 17,9% hasta junio 2021. En este mercado la compañía vende Cervezas, Sidra y Vinos.

De acuerdo con una encuesta nacional publicada por la Universidad de Buenos Aires, se encontró que el consumo de alcohol en el pueblo argentino aumento durante la pandemia (2020). Sin embargo, en términos de la venta, durante el 2019 se vendieron UF 220.642.780 y en el 2020 se vendieron UF167.888.340, es decir una caída del 23.91%

históricamente la bebida alcohólica más vendida desde el 2016 al 2020 es la cerveza, representando en promedio el 63,7% del volumen total de litros de bebidas alcohólicas. Luego lo sigue el vino con el 30,2%, y en menor proporción los licores, Sidra y RTD con un 2,7%, 2,1% y 1,3% respectivamente (Ver anexo 7)

Tabla 34: Crecimiento esperado de bebidas alcohólicas en Argentina

UF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Cerveza	8,18%	18,83%	0,29%	4,72%	4,87%
Sidra	3,49%	22,01%	-1,78%	3,19%	4,30%
Subtotal	7,98%	18,96%	0,21%	4,66%	4,85%
Vinos	2,43%	21,99%	-2,24%	2,36%	3,00%
Subtotal	5,80%	20,11%	-0,74%	3,78%	4,15%
RTDs	0,99%	36,75%	6,27%	8,81%	9,16%
Licores	6,00%	29,07%	3,19%	5,04%	5,03%
Total	5,76%	22,12%	0,19%	4,15%	4,44%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Según Euromonitor, es probable que las bebidas alcohólicas en Argentina experimenten un fuerte crecimiento en los años 2021 y 2022 dado que para el segmento que abarca la cerveza y sidra se espera un crecimiento del 7,89% y 18,96%, mientras que si incorpora la veta de vinos las ventas aumentan un 5,80% y un 20,11% respectivamente. Por otro lado, para los siguientes años el crecimiento será más lento ya que para el 2023 el segmento de la cerveza y sidra crecerán un 0,21% y para los años 2024 y 2025 crecerán en torno al 4,72%. Por último, si se incorpora la venta de vinos las ventas en el año 2023 caerían un 0,72% debido a caída del 2,24% en la venta de vinos, sin embargo, para los años 2024 y 2025 las ventas crecerán en torno a un 4%.

- Paraguay

Paraguay es el tercer mercado de la compañía en el cual vende cervezas, bebidas carbonatadas, aguas embotellada y jugos. En el 2020 este mercado represento el 2,0% de los ingresos y hasta junio 2021 un 1,8% pero a pesar de que es un segmento pequeño en comparación a Chile y Argentina no lo haces menos valioso.

El impacto de la pandemia en las ventas de bebidas alcohólicas en Paraguay durante el 2020 ha significado un gran golpe, en cuanto a los tipos de bebidas la cerveza es la más golpeada dado que es la más desarrollada en comparación a los licores y RTD. En términos de la venta, durante el 2019 se vendieron UF 49.769.150 de bebidas alcohólicas y en el 2020 se vendieron UF 38.547.780, es decir hubo una caída del 22,55%

históricamente la bebida alcohólica más vendida desde el 2016 al 2020 es la cerveza, representando en promedio el 85,5% del volumen total de litros de bebidas alcohólicas. Luego lo sigue el vino con los licores con el 6,8% y 6,1% respectivamente, y en menor proporción la Sidra y RTD con un 1,0% y 0,5% respectivamente (Ver anexo 8)

Tabla 35: Crecimiento esperado de bebidas alcohólicas en Paraguay

UF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Cerveza	16,69%	16,42%	4,74%	10,22%	9,01%
Sidra	9,51%	5,74%	-1,55%	3,94%	3,79%
RTDs	13,70%	10,00%	1,82%	6,55%	6,70%
Licores	12,25%	14,97%	1,63%	5,94%	5,06%
Vinos	10,33%	16,68%	-0,04%	5,70%	5,03%
Total	14,98%	16,05%	3,54%	8,86%	7,82%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Según Euromonitor, se prevé que el mercado de las bebidas alcohólicas tenga un sólido desempeño de venta durante los años 2021 y 2022 dado que se espera un crecimiento mayor al 16%, para el año 2023 se espera el menor crecimiento con una tasa del 4,74% y por último para los años 2024 y 2025 se espera un crecimiento del 10,22 y 9,01% respectivamente.

En cuanto a las bebidas no alcohólicas en el 2019 se vendieron UF 1415.709.870 y en el 2020 se vendieron UF 13.341.180, es decir se reportó una caída del 15,08%.

En cuanto a las bebidas no alcohólicas, históricamente la bebida no alcohólica más vendida desde el 2016 al 2020 es la bebida carbonatada, representando en promedio el 57,9% del volumen total de litros de bebidas no alcohólicas. Luego lo sigue el agua embotellada con un 32,6%, en tercer lugar, los jugos con un 8,1%, y las energéticas y bebidas deportivas con un 1,1% y 0,4% respectivamente (Ver anexo 9)

Tabla 36: Crecimiento esperado de bebidas no alcohólicas en Paraguay

UF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Agua embotellada	11,46%	9,23%	1,55%	7,05%	6,42%
Carbonatos	10,53%	3,49%	-3,68%	2,01%	1,78%
Jugo	4,99%	3,74%	-3,49%	2,17%	1,77%
Subtotal	9,77%	4,74%	-2,50%	3,19%	2,88%
Concentrados	2,86%	2,07%	-4,57%	1,06%	1,58%
Energetica	1,90%	0,83%	-5,37%	0,00%	0,00%
Deportiva	5,02%	5,13%	-2,44%	2,50%	2,44%
Total	9,11%	4,48%	-2,69%	2,98%	2,72%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Según Euromonitor, el crecimiento de las bebidas no alcohólicas no será tan sólido y fuerte como el de las bebidas alcohólicas, dado que se prevé un crecimiento desacelerado. Para el año 2021 se espera un crecimiento de aguas embotelladas, carbonatadas y jugos total del 9,77%, mientras que el 2023 se pronostica una caída del 2,50%. Por último, en el año 2025 se espera un crecimiento del 2,88%

- Bolivia

Bolivia es el cuarto mercado de la compañía en el cual vende cervezas, bebidas carbonatadas, aguas embotellada y jugos. En el 2020 este mercado represento el 1,2% de los ingresos y hasta junio 2021 un 0,9%.

El impacto de la pandemia en las ventas de bebidas alcohólicas en Bolivia durante el 2020 ha resultado ser catastrófico. Durante el 2019 el mercado boliviano reportó ventas de UF 64.553.230 y en el 2020 se reportaron ventas de UF 41.556.060, es decir una caída del 35,61%.

históricamente la bebida alcohólica más vendida desde el 2016 al 2020 es la sidra, representando en promedio el 94,2% del volumen total de litros de bebidas alcohólicas. (Ver anexo 10).

Tabla 37: Crecimiento esperado de bebidas alcohólicas en Bolivia

UF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Cerveza	3,63%	5,46%	6,84%	8,11%	9,02%
Sidra	6,36%	6,33%	8,33%	7,69%	9,18%
RTDs	3,99%	8,95%	9,97%	10,67%	10,60%
Licores	5,55%	6,56%	7,59%	8,38%	8,40%
Vinos	9,90%	10,03%	9,68%	9,64%	9,40%
Total	4,24%	5,95%	7,18%	8,30%	9,02%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Según Euromonitor, se espera que la amenaza del Covid-19 siga siendo prominente en el 2021. Ante esto se espera que el consumo aumente ligeramente en comparación con 2020, pero se mantendrá por debajo de los niveles reportado antes de la pandemia. Es por esto que la venta de cervezas crecerá a tasas crecientes comenzado el año 2021 con un crecimiento del 3,63%, en el año 2023 con un crecimiento del 6,84% y para el año 2025 se pronostica el mayor crecimiento con una tasa del 9,02%

En cuanto a las bebidas no alcohólicas en el 2019 se vendieron UF 38.343.790 y en el 2020 se vendieron UF 27.580.200, es decir se reportó una caída del 28,07%. Se prevé que el este segmento experimente un fuerte crecimiento en el 2021, sin embargo, el proceso de recuperación será lenta ya que espera que la economía boliviana entre en recesión como repercusión de la pandemia. Dado esto, se esperan crecimientos con tasas crecientes desde el 2022 al 2025.

La bebida no alcohólica más vendida históricamente desde el 2016 al 2020 es la carbonatada representando en promedio el 71,0% del volumen total de litros de bebidas no alcohólicas. Luego lo sigue las agua embotellada y jugos con un 16,1% y 11,2% respectivamente, y en menor proporción las bebidas deportivas, energéticas y te con un 1,3%, 0,2% y 0,1% respectivamente. (Ver anexo 11)

Tabla 38: Crecimiento esperado de bebidas no alcohólicas en Bolivia

UF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Agua embotellada	11,91%	8,97%	12,34%	12,96%	12,59%
Carbonatos	24,85%	-0,06%	2,16%	3,00%	3,52%
Subtotal	22,64%	1,34%	3,86%	4,81%	5,29%
Concentrados	2,33%	3,08%	4,48%	4,29%	4,11%
Jugo	11,75%	7,65%	9,61%	10,24%	10,63%
Energetica	2,33%	10,00%	9,09%	8,33%	7,69%
Deportiva	37,26%	3,59%	6,36%	8,70%	9,25%
Total	21,77%	1,99%	4,49%	5,46%	5,96%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Como se mencionó anteriormente la recuperación en el mercado boliviano será rápida en un inicio y luego ira crecimiento a una menor tasa. Dado esto se pronostica un crecimiento en las ventas de aguas embotelladas y bebidas carbonatadas en su conjunto de un 22,64%, mientras que para el año 2022 el crecimiento será de un 1,34% aunque ira creciendo paulatinamente hasta obtener un crecimiento del 5,29% en el 2025.

- Uruguay

Uruguay es el quinto mercado de la compañía en el cual vende cervezas, bebidas carbonatadas, aguas embotellada y jugos. En el 2020 este mercado represento el 1,0% de los ingresos y hasta junio 2021 un 0,8%.

El impacto de la pandemia en las ventas de bebidas alcohólicas en Uruguay durante el 2020 ha significado fuerte caída. Durante el 2019 el mercado uruguayo reportó ventas de UF 42.820.710 y en el 2020 se reportaron ventas de UF 33.441.960, es decir una caída del 21,9%.

Históricamente la bebida alcohólica más vendida desde el 2016 al 2020 es la cerveza representando un 54,3% del volumen total de litros de bebidas alcohólicas, luego el vino con un 37,7% y en menor proporción licores, sidra y RTD con un 4,7%, 2,8% y 0,6% respectivamente. (Ver anexo 12)

Tabla 39: Crecimiento esperado de bebidas alcohólicas en Uruguay

UF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Cerveza	11,20%	13,71%	2,89%	10,10%	9,81%
Sidra	5,19%	6,12%	-5,13%	3,38%	3,92%
RTDs	4,98%	6,33%	-3,57%	4,94%	4,71%
Licores	9,37%	17,80%	0,28%	7,03%	6,57%
Vinos	8,01%	7,90%	-2,80%	4,69%	5,41%
Total	38,75%	11,15%	-0,55%	6,81%	7,05%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Uruguay ha controlado el virus mejor que muchos de sus países vecinos y las vacunas se han implementado rápidamente. Esto ha permitido que el país se abra gradualmente y que la economía comience a recuperarse en la segunda mitad del 2021, por lo tanto, se espera que las ventas de cervezas crezcan un 11,20% en el 2021. Para el resto de los años se esperan tasas de crecimientos mayores al 9%, sin embargo, para el 2023, el crecimiento será de un 2,89%

En cuanto a las bebidas no alcohólicas en el 2019 se vendieron UF 35.582.300 y en el 2020 se vendieron UF 26.246.340, es decir se reportó una caída del 26,24%. A pesar de que el consumo de volumen total de refrescos disminuyó drásticamente en 2020, se espera que el proceso de recuperación comience a partir de 2021, con fuertes tasas los primeros años.

Históricamente la bebida no alcohólica más vendida desde el 2016 al 2020 es el agua embotellada representando un 52,6% del volumen total de litros de bebidas alcohólicas, luego la bebida carbonatada con un 42,3%, y en menor proporción los jugos, Bebidas deportivas y energéticas con un 4,4%, 0,5% y un 0,2% respectivamente. (Ver anexo 13)

Tabla 40: Crecimiento esperado de bebidas no alcohólicas en Uruguay

UF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Agua embotellada	17,41%	3,12%	-4,51%	3,19%	3,68%
Carbonatos	17,73%	7,98%	-4,71%	2,55%	2,80%
Jugo	14,35%	6,20%	-2,54%	4,69%	4,85%
SubTotal	17,39%	6,25%	-4,50%	2,90%	3,23%
Concentrados	8,12%	1,86%	-5,49%	2,42%	2,60%
Energetica	2,33%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Deportiva	21,85%	8,29%	-2,55%	5,24%	4,98%
Total	17,08%	6,12%	-4,50%	2,92%	3,24%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Como se mencionó anteriormente, el mercado de las bebidas alcohólicas comenzara su recuperación en 2021, considerando la venta de aguas embotelladas, bebidas carbonatadas y jugos, con una tasa de crecimiento del 17,39%, sin embargo, para el año 2023 se pronostica una caída del 4,50% de las ventas y para el 2025 un crecimiento de 3,23%.

6.- Proyección del estado de resultado

Luego de haber realizado un análisis histórico exhaustivo de los estados de resultados de Compañía de Cervecerías Unidas S.A. y de un análisis del crecimiento de las industrias en la cual esta participa en esta sección se proyectará el estado de resultado de la empresa a 4 años y 6 meses. Es importante mencionar que la proyección se realizara en base a cada segmento operativo donde la empresa presenta información financiera y también segmentada por zonas geográficos y/o categoría de producto. Es importante recordar que los segmentos de carácter operativos corresponden a: Operaciones Chile, Negocios internacionales y Vinos. En tanto los segmentos geográficos corresponden a: Chile, Argentina, Paraguay, Uruguay y Bolivia, y por último los segmentos por categoría son: Productos Alcohólicos, Productos no Alcohólicos y otros.

6.1.- Ingresos operacionales proyectados.

Con tal de realizar una proyección más exacta de los ingresos operaciones de la compañía se realizó una segmentación por país y tipo de bebida. Los segmentos utilizados en este proceso son: Chile ASV, Chile V, Chile NA, Argentina ASV, Argentina V, Uruguay A, Uruguay NA, Paraguay A, Paraguay NA, Bolivia A y Bolivia NA. Donde “ASV” significa productos alcohólicos sin considerar el vino, “V” significa el producto alcohólico vino, “A” significa productos alcohólicos y “NA” significa productos no alcohólicos. Los supuestos para crear cada uno de los segmentos antes mencionados son los siguientes:

- I. Como bien se sabe uno de los segmentos operacionales de la empresa es la venta de vinos, la cual se desarrolla solamente en dos países los cuales son Chile y Argentina. La fuente de información para saber cuántos ingresos proviene de la venta de vinos en Chile y Argentina son los estados de resultados de la filiar Viña San Pedro de Tarapacá S.A. esta filiar está formada por seis viñas en Chile y dos en Argentina. Por lo tanto, esto permite obtener los ingresos históricos de Chile V y Argentina V para luego ser proyectados.
- II. De acuerdo con el gráfico número 3 de la sección análisis de crecimiento de la empresa, el cual detalla las ventas históricas por segmentos geográficos en el que opera la empresa y junto al supuesto anterior de cuantos ingresos por país provienen de la venta de vinos, es que se puede obtener cuantos ingresos provienen de la venta general de bebidas en Chile.

Para comprender estos 2 primeros supuestos se presentará la siguiente tabla que permite observar de donde provienen los ingresos, tanto operaciona como geográficamente desde diciembre 2016 hasta junio 2021.

Tabla 41: Ingresos históricos por segmentos del supuesto I y II

Ingresos por segmento	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Chile Bebidas	37.565.933	38.558.939	39.727.206	40.661.487	42.246.453	23.717.732
Chile Vinos	7.104.364	7.215.435	7.052.263	6.755.410	7.178.176	3.799.992
Argentino Bebidas	12.200.133	15.164.159	15.044.101	13.368.380	11.132.078	5.989.059
Argentina Vinos	308.814	264.775	250.476	423.368	502.291	278.949
Uruguay	577.059	612.062	642.418	628.965	670.226	612.467
Paraguay	1.409.436	1.560.699	1.580.407	1.665.445	1.349.990	309.898
Bolivia	-	-	394.993	875.065	820.773	284.835
Total UF	59.165.739	63.376.070	64.691.864	64.378.119	63.899.986	34.992.931

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

III. De acuerdo con el gráfico número 4 de la sección análisis de crecimiento de la empresa, el cual detalla las ventas históricas según el tipo de bebida (alcohólicas y no alcohólicas) en términos de porcentaje, en donde en promedio entre diciembre 2016 hasta junio 2021 los ingresos provienen en un 68% de ventas de bebidas alcohólicas y un 32% de bebidas no alcohólicas. Dado esto, para obtener los ingresos de Chile para cada segmento creado antes mencionado es que se suman los ingresos de Chile bebidas más Chile Vinos que se visualizan en la tabla 41, se multiplican por los porcentajes de cada tipo de bebida y luego al segmento de bebidas alcohólicas se le restan las ventas de Chile Vino, dando como resultado los segmentos Chile ASV, Chile V, Chile NA. En cuanto para Bolivia, Paraguay y Uruguay se utilizan los ingresos de la tabla 41, y luego se multiplican por la estructura de cada año de las ventas según el tipo de categoría, generando los segmentos Uruguay A, Uruguay NA, Paraguay A, Paraguay NA, Bolivia A y Bolivia NA.

Estos tres supuestos permiten crear los segmentos antes mencionados que se utilizarán para realizar una proyección más precisa de los ingresos operacionales de la compañía.

Tabla 42: Ingresos históricos por segmentos del supuesto I, II y III

Ingresos por segmento	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Chile ASV	23.089.811	24.276.274	24.951.615	25.057.708	26.538.960	14.829.555
Chile V	7.104.364	7.215.435	7.052.263	6.755.410	7.178.176	3.799.992
Chile NA	14.476.122	14.282.665	14.775.590	15.603.779	15.707.493	8.888.177
Argentino ASV	12.200.133	15.164.159	15.044.101	13.368.380	11.132.078	5.989.059
Argentino V	308.814	264.775	250.476	423.368	502.291	278.949
Uruguay A	390.054	421.085	439.507	421.987	457.224	414.641
Uruguay NA	187.005	190.978	202.912	206.977	213.003	197.826
Paraguay A	952.686	1.073.725	1.081.226	1.117.386	920.953	209.801
Paraguay NA	456.750	486.974	499.182	548.058	429.036	100.096
Bolivia A	-	-	270.232	587.102	559.926	192.834
Bolivia NA	-	-	124.761	287.963	260.847	92.001
Total UF	59.165.739	63.376.070	64.691.864	64.378.119	63.899.986	34.992.931

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Para continuar con el proceso de la proyección de los ingresos, la tasa de proyección utilizada es el crecimiento promedio histórica de cada segmento creado. Sin embargo, para los segmentos del mercado boliviano se utilizaron las tasas de crecimientos promedio estimada por Euromonitor debido a que la compañía entro a dicho mercado en el año 2018, por lo que utilizar una tasa que represente el crecimiento promedio histórico podría perturbar los resultados.

Las ventas del segundo semestre del 2021 se proyectaron como las ventas del primer semestre del 2021 mas la tasa de crecimiento calculada previamente para cada segmento. Este procedimiento se realizado dado que históricamente la compañía obtiene el 46,3% de sus ingresos durante el primer semestre mientras que el 53,7% provienen del segundo semestre (Ver anexo 14).

Luego de obtener que las ventas proyectadas del segundo semestre del 2021 es posible obtener las ventas estimadas del año 2021 como la suma de ambos semestres. Por lo tanto para continuar proyectando los ingresos de la compañía hasta 2025, se utilizó dicho total de ventas para seguir el proceso de la proyección de ingresos.

Tabla 43: Proyección de los ingresos de la compañía

Segmento	Tasa	1S-21	2S-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile ASV	2,70%	14.829.555	15.229.953	30.059.508	30.871.114	31.704.635	32.560.660	33.439.797
Chile V	-1,60%	3.799.992	3.739.193	7.539.185	7.418.558	7.299.861	7.183.063	7.068.134
Chile NA	2,50%	8.888.177	9.110.382	17.998.559	18.448.523	18.909.736	19.382.479	19.867.041
Argentina ASV	4,10%	5.989.059	6.234.610	12.223.669	12.724.839	13.246.558	13.789.667	14.355.043
Argentina V	4,50%	278.949	291.502	570.451	596.121	622.947	650.979	680.273
Uruguay A	2,70%	414.641	425.836	840.477	863.170	886.476	910.411	934.992
Uruguay NA	3,40%	197.826	204.552	402.377	416.058	430.204	444.831	459.955
Paraguay A	5,50%	209.801	221.340	431.142	454.854	479.871	506.264	534.109
Paraguay NA	6,30%	100.096	106.402	206.499	219.508	233.337	248.038	263.664
Bolivia A	6,60%	192.834	205.561	398.394	424.688	452.718	482.597	514.448
Bolivia NA	7,50%	92.001	98.901	190.902	205.220	220.611	237.157	254.944
Total UF		34.992.931	35.901.427	70.894.358	72.749.178	74.681.884	76.697.176	78.800.267

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Para finalizar la sección de la proyección de los ingresos operacionales de la compañía, se compara la estructura historia versus proyectada. Como se ha mencionado en secciones anteriores históricamente la fuente de ingresos promedio (desde diciembre 2018 a junio 2021) según los segmentos operacionales son: 64,0% para Chile, 23,4% para Negocios Internacionales y un 11,5% para Vinos. Mientras que la relación porcentual de los ingresos proyectados se presenta en la siguiente tabla.

Tabla 44: Proyección de los ingresos de la compañía según segmento operacional

Ingresos por Segmento	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	24.340.334	48.058.066	49.319.637	50.614.370	51.943.139	53.306.839
Negocios Internacionales	7.497.203	14.693.461	15.308.339	15.949.776	16.618.965	17.317.155
Vinos	4.030.694	8.109.636	8.014.679	7.922.808	7.834.043	7.748.408
Total UF	35.868.232	70.861.163	72.642.655	74.486.954	76.396.146	78.372.402

Ingresos por Segmento	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	67,9%	67,8%	67,9%	68,0%	68,0%	68,0%
Negocios Internacionales	20,9%	20,7%	21,1%	21,4%	21,8%	22,1%
Vinos	11,2%	11,4%	11,0%	10,6%	10,3%	9,9%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Por el lado del segmento según ubicación geográficamente, en donde la compañía opera en Chile, Argentina, Bolivia, Uruguay y Paraguay el promedio histórico de cada país es el siguiente: 75,5% provienen de Chile, 20,3% de Argentina, 1,0% de Bolivia, 2,0% de Paraguay y 1,2% de Uruguay. Mientras que la relación porcentual de los ingresos proyectados se presenta en la siguiente tabla.

Tabla 45: Proyección de los ingresos de la compañía según segmento operacional

Ingresos por País	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	28.079.527	55.597.252	56.738.195	57.914.231	59.126.202	60.374.973
Argentina	6.526.112	12.794.120	13.320.960	13.869.504	14.440.646	15.035.316
Uruguay	630.388	1.242.855	1.279.229	1.316.680	1.355.242	1.394.947
Paraguay	327.743	637.640	674.363	713.209	754.302	797.773
Bolivia	304.462	589.296	629.908	673.329	719.754	769.392
Total UF	35.868.232	70.861.163	72.642.655	74.486.954	76.396.146	78.372.402

Ingresos por País	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	78,3%	78,5%	78,1%	77,8%	77,4%	77,0%
Argentina	18,2%	18,1%	18,3%	18,6%	18,9%	19,2%
Uruguay	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Paraguay	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%
Bolivia	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	1,0%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Por el lado del segmento según categoría de producto, en donde la compañía comercializa bebidas alcohólicas y bebidas no alcohólicas, el promedio historio de cada uno de estas categorías es las siguiente: 67,0% provienen de bebidas alcohólicas y 31,3% de Bebidas no alcohólicas. Mientras que la relación porcentual de los ingresos proyectados se presenta en la siguiente tabla.

Tabla 46: Proyección de los ingresos de la compañía según categoría de producto

Ingresos por Categoría	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Productos Alcoholicos	26.347.995	52.062.826	53.353.346	54.693.065	56.083.641	57.526.797
Productos no Alcoholicos	9.520.237	18.798.337	19.289.309	19.793.889	20.312.505	20.845.605
SubTotal UF	35.868.232	70.861.163	72.642.655	74.486.954	76.396.146	78.372.402

Ingresos por Categoría	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Productos Alcoholicos	73,5%	73,5%	73,4%	73,4%	73,4%	73,4%
Productos no Alcoholicos	26,5%	26,5%	26,6%	26,6%	26,6%	26,6%

Fuente: Elaboración propia con datos de Euromonitor.

Como se puede observar en la proyección de los segmentos operaciones y según categoría de productos la relación porcentual de cada componente versus el total no ha diferencia en gran medida versus la relación histórica, sin embargo, según el tipo de producto si se logra observar una diferencia significativa, ya que en la proyección se espera que el 73,5% de los ingresos provengan de productos alcohólicos, mientras que un 26,5% de productos no alcohólicos. Esto se debe a que el crecimiento de los productos

alcohólicos es mayor a los productos no alcohólicos en los 5 países en los que participa la compañía.

6.2.- Costos operacionales proyectados

Una vez proyectados los ingresos operacionales de la compañía, también es importante realizar una proyección de los costos operacionales acorde a los ingresos por ventas que se espera que obtenga la empresa, ante esto se utilizaran los segmentos operacionales que ha definido el directorio de la empresa, el cual se analizó en la sección anterior análisis de costos y gastos operacionales de la empresa. Estos segmentos operacionales nuevamente son Chile, Negocios internacionales y Vinos, y los componentes que conforman los costos y gastos operacionales corresponden a: Costos por venta, MSD&A y otras operaciones. Es importante recordar que el componente denominado como MSD&A representan los costos de distribución, gastos de administración, otros gastos por función y otras ganancias (perdida).

De acuerdo con la tabla 19 en donde se describen los costos y gastos operacionales del segmento operacional Chile, se consideran el promedio histórico para obtener el costo por venta, MSD&A y otras operaciones en comparación a los ingresos por ventas. Dicha relación refleja que en promedio los costos por venta representan el 48,5% de los ingresos, MSD&A representan el 35,6% de los ingresos y otras operaciones el 0,2% de los ingresos.

Tomando como supuesto que estos porcentajes se mantendrán constante en los años de proyección los costos operacionales del segmento operacional Chile se visualizan en la siguiente tabla.

Tabla 47: Proyección de los costos operacionales del segmento operacional Chile

Segmento Operacional	Componente	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile UF	Ingresos por venta	24.340.334	48.058.066	49.319.637	50.614.370	51.943.139	53.306.839
	Costos por venta	11.805.062	23.308.162	23.920.024	24.547.970	25.192.422	25.853.817
	MSD&A	8.670.027	17.118.283	17.567.655	18.028.839	18.502.146	18.987.896
	Otras operaciones	53.549	105.728	108.503	111.352	114.275	117.275

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con la tabla 20 en donde se describen los costos y gastos operacionales del segmento operacional Negocios internacionales, se consideran nuevamente el promedio histórico para obtener el costo por venta, MSD&A y otras operaciones en comparación a los ingresos por ventas. Dicha relación refleja que en promedio los costos por venta

representan el 54,5% de los ingresos, MSD&A representan el 46,9% de los ingresos y otras operaciones el 2,8% de los ingresos.

Nuevamente tomando como supuesto que estos porcentajes se mantendrán constante en los años de proyección los costos operacionales del segmento operacional Negocios Internacionales se visualizan en la siguiente tabla.

Tabla 48: Proyección de los costos operacionales del segmento operacional Negocios Internacionales

Segmento Operacional	Componente	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Negocios internacionales	Ingresos por venta	7.497.203	14.693.461	15.308.339	15.949.776	16.618.965	17.317.155
	Costos por venta	4.085.976	8.007.936	8.343.045	8.692.628	9.057.336	9.437.850
	MSD&A	3.519.187	6.897.110	7.185.734	7.486.825	7.800.942	8.128.673
	Otras operaciones	209.922	411.417	428.633	446.594	465.331	484.880

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con la tabla 21 en donde se describen los costos y gastos operacionales del segmento operacional Vinos, se consideran nuevamente el promedio histórico para obtener el costo por venta, MSD&A y otras operaciones en comparación a los ingresos por ventas. Dicha relación refleja que en promedio los costos por venta representan el 61,4% de los ingresos, MSD&A representan el 26,7% de los ingresos y otras operaciones el 0,4% de los ingresos.

Nuevamente tomando como supuesto que estos porcentajes se mantendrán constante en los años de proyección los costos operacionales del segmento operacional Negocios Internacionales se visualizan en la siguiente tabla.

Tabla 49: Proyección de los costos operacionales del segmento operacional Vinos

Segmento Operacional	Componente	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Vinos	Ingresos por venta	4.030.694	8.109.636	8.014.679	7.922.808	7.834.043	7.748.408
	Costos por venta	2.474.846	4.979.316	4.921.013	4.864.604	4.810.102	4.757.522
	MSD&A	1.076.195	2.165.273	2.139.919	2.115.390	2.091.689	2.068.825
	Otras operaciones	16.123	32.439	32.059	31.691	31.336	30.994

Fuente: Elaboración propia.

Ahora si se suman los 3 segmentos operacionales para realizar un consolidado, se puede observar que el 51,17% de los ingresos representa los costos por ventas, el 37,08% los gastos de MSD&A y el 0,79% otras operaciones

Tabla 50: Proyección de los costos operacionales de la compañía

Segmento Operacional	Componente	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Total	Ingresos por venta	35.868.232	70.861.163	72.642.655	74.486.954	76.396.146	78.372.402
	Costos por venta	18.365.884	36.295.415	37.184.082	38.105.201	39.059.860	40.049.189
	MSD&A	13.265.410	26.180.666	26.893.308	27.631.053	28.394.777	29.185.393
	Otras operaciones	279.593	549.583	569.195	589.637	610.942	633.149

Fuente: Elaboración propia.

Como se mencionó anteriormente los gastos de MSD&A representan los costos de distribución, gastos de administración, otros gastos por función y otras ganancias (perdida), e históricamente el costo de distribución representan el 46,9% de los gastos de MSD&A, los gastos de distribución el 19,7%, otros gastos por función el 33,2% y otras ganancias (perdida) el 0,1%. Por lo tanto, con estos porcentajes ahora es posible formular formalmente algunas componentes del estado de resultado proyectado de la compañía.

Tabla 51: Proyección de Ingresos y costos operacionales

EERR UF	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos por ventas	35.868.232	70.861.163	72.642.655	74.486.954	76.396.146	78.372.402
Costos de Ventas (50,4%)	-18.365.884	-36.295.415	-37.184.082	-38.105.201	-39.059.860	-40.049.189
Margen Bruto UF	17.502.348	34.565.748	35.458.573	36.381.752	37.336.286	38.323.213
costos de distribución (17,3%)	-6.224.562	-12.284.820	-12.619.215	-12.965.389	-13.323.753	-13.694.736
gastos de administracion (7,3%)	-2.618.844	-5.168.561	-5.309.250	-5.454.894	-5.605.668	-5.761.751
otros gastos, por funcion (12,2%)	-4.409.948	-8.703.491	-8.940.401	-9.185.657	-9.439.549	-9.702.381
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales UF	4.248.995	8.408.877	8.589.708	8.775.813	8.967.316	9.164.345
Otros Ingresos, por funcion (0,4%)	279.593	549.583	569.195	589.637	610.942	633.149
otras ganancias (Perdidas) (0,1%)	-12.057	-23.795	-24.443	-25.113	-25.807	-26.526

Fuente: Elaboración propia.

Las cuentas otros ingresos por función y otras ganancias (perdida), se contemplarán debajo de la ganancia (perdida) de actividades operacionales, ya que como se menciona en secciones anteriores, por la naturaleza de su cuenta no representan hechos operacionales.

Una cuenta importante a la hora de proyectar los costos operacionales es la depreciación y amortización, pero debido a la naturaleza de la compañía no es posible determinar de forma específica el costo/gasto en depreciación y amortización dado que la depreciación se ve involucrada en múltiples cuentas como por ejemplo en el costo por venta debido a la depreciación de los activos relacionados a la producción y a la depreciación de los envases retornables, también se ve involucrada en otros gastos por función mediante la depreciación de activos de venta, y por último se ve involucrado en los gastos de administración a través de la depreciación de oficinas, equipos, instalaciones y muebles utilizados y las amortizaciones de activos no corrientes y otros gastos generales y de administración.

A pesar de esto, mediante la nota número 30 de los estados financieros de CCU, el cual abarca los costos y gastos operacionales agrupados por su naturaleza es posible determinar que desde diciembre 2018 a junio 2021 en promedio la depreciación y amortización representa el 6,2% de los costos y gastos operaciones. Por lo tanto, para

efecto de la proyección se considera que dicho porcentaje representara la depreciación y amortización en los futuros años.

Tabla 52: Proyección de Depreciación y Amortización

Componente UF	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Costos y Gastos	-31.619.237	-62.452.286	-64.052.947	-65.711.141	-67.428.830	-69.208.056
Depreciación y Amortización (6,2%)	1.960.393	3.872.042	3.971.283	4.074.091	4.180.587	4.290.899

Fuente: Elaboración propia.

6.3.- Resultado no operacional proyectado

Continuando con la proyección del estado de resultado ahora es momento de proyectar el resultado no operacional, el cual abarca las operaciones financieras, participación en utilidades de asociadas y negocios conjuntos, diferencia de cambio y resultado por unidad de reajusta, cuantas que al final dan como resultado la utilidad (perdida) antes de impuestos. Luego del análisis del resultado no operacional de la empresa realizado en las secciones anteriores se puede construir la proyección de la siguiente manera:

Los ingresos financieros como los costos financieros se consideran como cuentas recurrentes, por lo tanto, se proyectarán de manera constante. Por un lado, los ingresos financieros se proyectan como el promedio desde el año 2018 hasta el año 2020 lo que genera un monto de UF 385.016. Por otro lado, los costos financieros se proyectan como el promedio entre el 2019 y 2020 generando un monto de UF 983.457, en dicha proyección solo se consideran dos años debido a que en junio del 2018 la empresa emitió un bono por 3.000.000 UF, por lo tanto, el reflejo de los pagos por dicho bono se observa de mejor manera desde el año 2019 en adelante.

La cuenta Participación en utilidad de asociadas y negocios conjuntos se considera como una cuenta no recurrente, mientras que su proyección se contabilizara como el promedio histórico desde el año 2016 hasta el 2020 generando un valor que significa una pérdida de UF 361.338 por año.

Las cuentas Diferencia de cambio y Resultado por unidad de reajuste durante los años de estudios poseen tanto pérdidas como ganancias lo que genera una dificultad a la hora de proyectar, por lo tanto, con estas cuentas se realiza una proyección conservadora lo que significa que se proyectaran pérdidas en ambas cuentas, siendo de UF 100.000 en la cuenta Diferencia de cambio y de UF 25.000 en Resultado por unidad de reajuste.

Ahora bien, para realizar la proyección para el segundo semestre del 2021, simplemente se hará la diferencia entre la proyección anual menos lo generado en el primer semestre del 2021. Lo que da como resultado la siguiente tabla.

Tabla 53: Resultado no operacional proyectado

Gastos no Operacionales (UF)	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos por ventas	35.868.232	70.861.163	72.642.655	74.486.954	76.396.146	78.372.402
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales UF	4.248.995	8.408.877	8.589.708	8.775.813	8.967.316	9.164.345
Otros Ingresos, por funcion (0,4%)	139.908	275.622	284.207	293.197	302.616	312.490
otras ganancias (Perdidas) (0,1%)	-11.992	-23.660	-24.321	-25.007	-25.722	-26.466
Ingresos financieros	155.544	385.016	385.016	385.016	385.016	385.016
Costos financieros	-508.534	-983.457	-983.457	-983.457	-983.457	-983.457
Participacion en utilidad de asociadas y negocios conjuntos	-361.338	-361.338	-361.338	-361.338	-361.338	-361.338
Diferencia de cambio	-50.000	-100.000	-100.000	-100.000	-100.000	-100.000
Resultado por unidades de reajuste	-51.843	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000
Utilidad (pérdida) antes de impuesto UF	3.560.740	7.576.060	7.764.816	7.959.224	8.159.431	8.365.591

Fuente: Elaboración propia.

6.4.- Impuestos corporativos proyectados

Como bien se sabe Compañía de Cervecerías Unidas S.A. opera en 5 países distintos lo que significa que se debería utilizar 5 tasas de impuestos, la real para cada país, pero dado que la empresa no proporciona los estados de resultado completa por país, la tasa de impuesto que se utilizará para proyectar el estado de resultado será la efectiva chilena, es decir, un 27%. Esto significa que el impuesto a las ganancias para los periodos proyectados se observa en la siguiente tabla.

Tabla 54: Resultado no operacional proyectado

Gastos no Operacionales (UF)	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Utilidad (pérdida) antes de impuesto	3.560.740	7.576.060	7.764.816	7.959.224	8.159.431	8.365.591
Impuestos a las ganancias (27%)	-961.400	-2.045.536	-2.096.500	-2.148.990	-2.203.046	-2.258.710

Fuente: Elaboración propia.

6.5.- Estado de resultado proyectado

Una vez que se proyectaron los ingresos operacionales, los costos operaciones, el resultado no operacional y estimar el impuesto corporativo, ahora solo queda unir todas estas secciones para proyectar el estado de resultado de CCU desde el segundo semestre del 2021 hasta diciembre del 2025, y en su efecto obtener la utilidad neta para cada periodo proyectado.

Tabla 55: Estado de resultado proyectado en UF

EERR UF	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos por ventas	35.868.232	70.861.163	72.642.655	74.486.954	76.396.146	78.372.402
Costos de Ventas (51,2%)	-18.365.884	-36.295.415	-37.184.082	-38.105.201	-39.059.860	-40.049.189
Margen Bruto UF	17.502.348	34.565.748	35.458.573	36.381.752	37.336.286	38.323.213
costos de distribucion (17,4%)	-6.224.562	-12.284.820	-12.619.215	-12.965.389	-13.323.753	-13.694.736
gastos de administracion (7,3%)	-2.618.844	-5.168.561	-5.309.250	-5.454.894	-5.605.668	-5.761.751
otros gastos, por funcion (12,3%)	-4.409.948	-8.703.491	-8.940.401	-9.185.657	-9.439.549	-9.702.381
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales UF	4.248.995	8.408.877	8.589.708	8.775.813	8.967.316	9.164.345
Otros Ingresos, por funcion (0,8%)	279.593	549.583	569.195	589.637	610.942	633.149
otras ganancias (Perdidas) (0,1%)	-12.057	-23.795	-24.443	-25.113	-25.807	-26.526
Ingresos financieros	155.544	385.016	385.016	385.016	385.016	385.016
Costos financieros	-508.534	-983.457	-983.457	-983.457	-983.457	-983.457
Participacion en utilidad de asociadas y negocios conjuntos	-361.338	-361.338	-361.338	-361.338	-361.338	-361.338
Diferencia de cambio	-50.000	-100.000	-100.000	-100.000	-100.000	-100.000
Resultado por unidades de reajuste	-51.843	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000
Utilidad (pérdida) antes de impuesto UF	3.560.740	7.576.060	7.764.816	7.959.224	8.159.431	8.365.591
Impuestos a las ganancias (27%)	-961.400	-2.045.536	-2.096.500	-2.148.990	-2.203.046	-2.258.710
Utilidad (pérdida) del ejercicio UF	2.599.340	5.530.524	5.668.316	5.810.233	5.956.385	6.106.882

Fuente: Elaboración propia.

7.- Proyección de los flujos de caja libre

7.1.- Inversión en reposición

En esta subsección se calcula la inversión en reposición de CCU. para los años 2021-2025, sin embargo, la compañía no reporta información precisa de este tipo de inversiones, por lo que esta se estima a partir del monto proyectado previamente para la depreciación y la amortización.

Como se mencionó en secciones anteriores, debido a la naturaleza de la compañía el costo por depreciación y amortización no es posible determinarlo de forma específica dado que la depreciación se me involucrada en múltiples cuentas como por ejemplo en los costos por ventas, gastos de administración y otros gastos por función. Mientras que la amortización se ve involucrada en los activos no corrientes y otros gastos generales y de administración. Dado esto se estima conveniente estimar la inversión en reposición como el mismo valor de la depreciación y amortización estimada en las secciones anteriores.

Tabla 55: Proyección inversión en reposición

Componente UF	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Costos y Gastos	-31.619.237	-62.452.286	-64.052.947	-65.711.141	-67.428.830	-69.208.056
Depreciación y Amortización (6,2%)	1.960.393	3.872.042	3.971.283	4.074.091	4.180.587	4.290.899
Inversion en reposicion	-1.960.393	-3.872.042	-3.971.283	-4.074.091	-4.180.587	-4.290.899

Fuente: Elaboración propia.

7.2.- Nuevas Inversiones de Capital

Continua este proceso con la proyección en la inversión en capital físico (CAPEX) de Compañía Cervecerías Unidas S.A. El monto de esta inversión se puede obtener de la tabla 31 “inversiones” ubicada en la sección Inversiones, la cual consta de las inversiones en propiedad planta y equipo, y activos intangibles que ha realizado la empresa desde el año 2016 a junio 2021. Es importante mencionar que estas inversiones se encuentran en los Estados de Flujo de Efectivo de la compañía.

En dicha tabla se realiza un análisis de los ingresos operacionales y del CAPEX, la cual proporciona el porcentaje de participación de dicha cuenta sobre las ventas totales y utilizar esta tasa para proyectar la inversión en capital físico para los años 2021 al 2025 en base a los ingresos ya proyectados anteriormente.

Luego de analizar la tabla 31 se puede concluir que el porcentaje de participación del CAPEX en las ventas totales es de 7,36% en promedio y, como se mencionó en el párrafo anterior, se utiliza esta proporción para proyectar la inversión en capital físico.

Tabla 56: Proyección inversión de capital

Componente UF	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos por ventas	35.868.232	70.861.163	72.642.655	74.486.954	76.396.146	78.372.402
CAPEX	-2.639.902	-5.215.382	-5.346.499	-5.482.240	-5.622.756	

Fuente: Elaboración propia.

7.3.- Inversión (liberación) de capital de trabajo operativo neto

La inversión en capital de trabajo para determinar el flujo de caja libre se refiere al capital de trabajo operativo neto que corresponde a la diferencia entre los activos corrientes y pasivos corrientes que no devengan intereses. En este caso, los activos corrientes corresponden a las cuentas “Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar”, “Cuentas por cobrar a entidades relacionadas”, “Inventarios” y “Activos biológicos corrientes”. Los pasivos corrientes corresponden a las cuentas “Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar”, “Cuentas por pagar a entidades relacionadas” y “Provisiones beneficios a los empleados”.

De acuerdo en la tabla 30: CTON y RCTON, ubicada en la sección Capital de Trabajo Operativo Neto, en la cual se presenta el total de los activos y pasivos corrientes seleccionando las cuentas anteriormente mencionadas. Luego, se calcula el CTON (Capital de Trabajo Operacional Neto) y se presentan los ingresos por venta para cada año, de esta manera se calcula RCTON que es el ratio de CTON sobre los ingresos por venta, que en promedio resulta ser de un 11,0%.

Se utiliza el promedio de 11,0% del RCTON para proyectar la inversión en CTON con respecto a las ventas proyectadas en secciones previas. Finalmente, la inversión en capital de trabajo en el periodo “t” se calcula como la diferencia entre el CTON en “t+1” y el CTON en “t”, es decir, se asume que la variación en el CTON se anticipa a la variación en las ventas.

Tabla 57: Proyección inversión en capital de trabajo operativo neto

Componente UF	S1-21	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos por venta	34.992.931	35.868.232	70.861.163	72.642.655	74.486.954	76.396.146	78.372.402
CTON (11,0%)	3.861.754	3.958.351	7.820.105	8.016.707	8.220.240	8.430.935	8.649.031
Inversión en CTON	-97.087	-99.515	-196.602	-203.533	-210.695	-218.096	0

Fuente: Elaboración propia.

Es importante mencionar que para proyectar la inversión en CTON para el segundo semestre del 2021, se realizó el siguiente procedimiento: En primer lugar, se proyectó tanto el ingresos, el capital de trabajo operativo neto y la inversión en CTON para el año 2021, luego se consideró los datos reales del primer semestre del 2021 pero

principalmente cuando represento el CTON para dicho semestre, por lo que para calcular el CTON para el segundo semestre simplemente es la diferencia entre el CTON proyectado para el 2021 completo y el CTON real del primer semestre. Ahora que se tiene el CTON para el primer y segundo semestre del 2021, se calculó cuanto representa cada semestre respecto al total del 2021, el cual es un 49,35% para el primer semestre y un 50,65% para el segundo semestre. Por último, la inversión en CTON para cada semestre es la multiplicación de dichos porcentajes por la inversión en CTON del 2021.

7.4.- Valor Terminal

Para calcular el valor terminal del flujo de caja se comienza desde la proyección del EE.RR., específicamente desde la utilidad neta, donde luego se realizan los ajustes, sumándole la depreciación y amortización y restándole las cuentas del resultado operacional, con lo que se obtendrá el flujo de caja bruto. Además, se registran las inversiones que se estimaron y proyectaron anteriormente, obteniendo el flujo de caja libre. El flujo de caja terminal corresponde a la perpetuidad de los flujos de caja que se registran sin crecimiento, y en cuanto a las inversiones, la inversión en reposición corresponde al 100% de la depreciación y amortización, y la inversión en activo fijo y en capital de trabajo son cero. Con esto se obtiene un flujo de caja libre a perpetuidad, dicho valor se debe traer a valor presente, descontado con la tasa de descuento (WACC) para obtener el valor terminal al año 2025. Dicho valor terminará equivale a UF 128.468.719 y todo este proceso se puede apreciar en la subsección siguiente.

7.5.- Proyección de los Flujos de Caja Libre

La proyección de los flujos de caja libre comienza con la proyección del estado de resultado, continua con los ajustes necesarios del resultado no operacional considerando la depreciación y amortización con el fin de obtener el flujo de caja bruto, luego con las inversiones en reposición, CAPEX y CTON se permitirá obtener el flujo de caja libre y una vez que se obtiene el flujo de caja libre se puede determinar el valor terminal.

Tabla 58: Proyección de los Flujos de Caja Bruto

EERR UF	S2-21	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos por ventas	35.868.232	70.861.163	72.642.655	74.486.954	76.396.146	78.372.402
Costos de Ventas (51,2%)	-18.365.884	-36.295.415	-37.184.082	-38.105.201	-39.059.860	-40.049.189
Margen Bruto UF	17.502.348	34.565.748	35.458.573	36.381.752	37.336.286	38.323.213
costos de distribucion (17,4%)	-6.224.562	-12.284.820	-12.619.215	-12.965.389	-13.323.753	-13.694.736
gastos de administracion (7,3%)	-2.618.844	-5.168.561	-5.309.250	-5.454.894	-5.605.668	-5.761.751
otros gastos, por funcion (12,3%)	-4.409.948	-8.703.491	-8.940.401	-9.185.657	-9.439.549	-9.702.381
Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales UF	4.248.995	8.408.877	8.589.708	8.775.813	8.967.316	9.164.345
Otros Ingresos, por funcion (0,8%)	279.593	549.583	569.195	589.637	610.942	633.149
otras ganancias (Perdidas) (0,1%)	-12.057	-23.795	-24.443	-25.113	-25.807	-26.526
Ingresos financieros	155.544	385.016	385.016	385.016	385.016	385.016
Costos financieros	-508.534	-983.457	-983.457	-983.457	-983.457	-983.457
Participacion en utilidad de asociadas y negocios conjuntos	-361.338	-361.338	-361.338	-361.338	-361.338	-361.338
Diferencia de cambio	-50.000	-100.000	-100.000	-100.000	-100.000	-100.000
Resultado por unidades de reajuste	-51.843	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000
Utilidad (pérdida) antes de impuesto UF	3.560.740	7.576.060	7.764.816	7.959.224	8.159.431	8.365.591
Impuestos a las ganancias (27%)	-961.400	-2.045.536	-2.096.500	-2.148.990	-2.203.046	-2.258.710
Utilidad (pérdida) del ejercicio UF	2.599.340	5.530.524	5.668.316	5.810.233	5.956.385	6.106.882
Ajustes						
Depreciación y Amortización	1.960.393	3.872.042	3.971.283	4.074.091	4.180.587	4.290.899
Ingresos financieros (DDII)	-113.547	-281.062	-281.062	-281.062	-281.062	-281.062
Costos financieros (DDII)	371.230	717.923	717.923	717.923	717.923	717.923
Participacion en utilidad de asociadas y negocios conjuntos (DDII)	263.777	263.777	263.777	263.777	263.777	263.777
Diferencia de cambio	36.500	73.000	73.000	73.000	73.000	73.000
Resultado por unidades de reajuste	37.845	18.250	18.250	18.250	18.250	18.250
Flujo de Caja Bruto	5.155.538	10.194.454	10.431.487	10.676.213	10.928.861	11.189.670
Inversiones						
Inversion en reposicion	-1.960.393	-3.872.042	-3.971.283	-4.074.091	-4.180.587	-4.290.899
CAPEX	-2.639.902	-5.215.382	-5.346.499	-5.482.240	-5.622.756	0
Inversion en CTON	-97.087	-99.515	-196.602	-203.533	-210.695	0
Flujo de Caja Libre	458.156	1.007.516	917.103	916.349	914.822	6.898.770
Valor Terminal						128.468.719
FCL+VT	458.156	1.007.516	917.103	916.349	914.822	135.367.489

Fuente: Elaboración propia.

8.- Precio de la Acción Estimado

8.1.- Valor presente de los flujos de caja libre

El valor de los flujos de caja libre desde junio 2021 hasta diciembre se calcula como VNA en base a la tasa de costo de capital (5,37%) y se trae al 30 de junio del 2021. Aunque dado que se deben traer los flujos proyectado al 30 de junio del 2021, esto implica que se debe obtener la tasa efectiva del costo de capital para un semestre, dicho procedimiento es el siguiente:

$$(1 + K_{0-Semestral}) = (1 + K_{0-Anual})^{0,5}$$

$$(1 + K_{0-Semestral}) = (1 + 5,37\%)^{0,5}$$

$$K_{0-Semestral} = (1 + 5,37\%)^{0,5} - 1K_{0-Semestral} = 2,65\%$$

Una vez que se obtiene el costo de capital semestral, el proceso para traer los flujos proyectados al 30 de junio del 2021 es el siguiente: En primer lugar, los flujos desde los años 2022 al 2025 se deben traer a diciembre 2021 mediante la tasa de costo de capital anual. Luego, se deben sumar todos los flujos proyectado que se encuentran valorados al 31 de diciembre del 2021 y se le debe adicionar el flujo proyectado del segundo del 2021. Por último, la suma de todos los flujos valorados al 31 de diciembre del 2021 se debe llevar al 30 de junio del 2021 mediante la tasa de costo capital semestral calculada previamente. Este valor resulta ser de UF 109.836.420

Tabla 58: Valor presente de los flujos de caja libre

	S2-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
FCL+VT	458.156	917.103	916.349	914.822	135.367.489
Flujos al 31 de diciembre del 2021	458.156	870.364	825.329	781.962	109.811.153
Valor presente al 30 de junio del 2021	109.836.420				

Fuente: Elaboración propia.

8.2.- Déficit o Exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto

El déficit o exceso de capital de trabajo para el 30 de junio de 2021 se calcula de manera similar que la inversión en activo fijo, por lo tanto, se utilizan los mismo activos y pasivos corrientes para calcular el capital de trabajo proyectado de la compañía. La diferencia entre el capital de trabajo requerido al 30 de junio del 2021 y el proyectado al 31 de diciembre del 2021 equivale a UF 133.152.

Tabla 59: Déficit o Exceso de Capital de Trabajo Operativo Neto

En UF	
CTON real al 30 de junio de 2021	4.091.503
CTON proyectado al 31 de diciembre de 2021	3.958.351
Exceso o Déficit de CTON	133.152

Fuente: Elaboración propia.

8.3.- Activos Prescindibles

Los activos prescindibles corresponden a las cuentas “Otros activos no financieros corrientes”, “Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación”, “Plusvalía” y “Propiedades de inversión”. Estos activos al 30 de junio de 2021 equivalen a UF 8.945.427.

Tabla 60: Activos prescindibles

Activos Prescindibles	S1-21
Otros activos financieros	580.375
Inversiones contabilizadas por metodo de la participacion plusvalia	4.029.963
Propiedades de inversion	276.064
Total UF	8.945.427

Fuente: Elaboración propia.

8.4.- Valorización Económica de la empresa

Sumando los valores anteriores se obtiene el patrimonio económico, resultando un valor de UF 102.677.550. Además, se registra el número de acciones por un total de 369.502.872, con el que ya se puede calcular el precio de la acción como la división entre el patrimonio económico y el número de acciones.

Tabla 61: Valorización económica

Al 30 de junio de 2021	
Valor presente FCL (en UF)	109.836.420
Exceso (déficit) CTON (en UF)	133.152
Activos prescindibles u otros activos (en UF)	8.945.427
Valor total de activos (en UF)	118.914.998
Deuda financiera (en UF)	-16.237.448
Patrimonio económico (en UF)	102.677.550
Número de acciones	369.502.872
Precio acción proyectado (en UF)	0,2779
Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)	8.256
Precio acción real en CLP	7.400
Diferencia de precios (en %)	11,56%

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar en la tabla 61 el precio de la acción estimado para el 30 de junio de 2021 es de CLP 8.256, mientras que el precio real de la acción es de CLP 7.400 lo cual significa que la proyección está sobre estimando el valor real del precio de la acción en un

11,56%. Los motivos de esta sobrestimación del precio pueden ser: i) Altas/bajas tasas de crecimientos de los ingresos, ii) Altas/bajas costos y gastos operaciones y no operaciones, iii) Altas/bajas inversiones en reposición, capex o capital de trabajo. iv) sub o sobre estimación de la tasa de descuento (wacc)

Gráfico 4: Precio histórica acción CCU S.A



Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar en el gráfico durante el 29 de julio del 2021 hasta el 11 de agosto del 2021 el precio de la acción sobrepasó la barrera de los CLP 8.000, incluso el 3 de agosto del 2021 el precio real de la acción superó el precio estimado alcanzando un precio CLP 8.699.

8.5.- Análisis de sensibilidad

Con la finalidad de sensibilizar el precio de la acción estimado, se identificaron 2 variables significativas en la valorización y que se encuentran sujeta a supuestos o condiciones de mercado que puede variar sin dificultad. Dichas variables son i) la tasa de proyección de los ingresos y ii) la tasa de descuento (wacc).

La primera variable se verá modificada con 2 subestimaciones y 2 sobreestimaciones de 15% y 30% respecto a la tasa de crecimiento real. Mientras que la tasa de descuentos

también se verá modificada con 2 subestimación y 2 sobreestimación de 75 puntos bases y 150 puntos bases respecto a la tasa WACC real.

Tabla 62: Proyecciones subestimadas y sobreestimadas de tasa de crecimiento

	Segmento	-30%	-15%	Original	15%	30%
Proyeccion de ingresos	Chile ASV	1,89%	2,30%	2,70%	3,11%	4,04%
	Chile V	-1,12%	-1,36%	-1,60%	-1,84%	-2,39%
	Chile NA	1,75%	2,13%	2,50%	2,88%	3,74%
	Argentino ASV	2,87%	3,49%	4,10%	4,72%	6,13%
	Argentino V	3,15%	3,83%	4,50%	5,18%	6,73%
	Uruguay A	1,89%	2,30%	2,70%	3,11%	4,04%
	Uruguay NA	2,38%	2,89%	3,40%	3,91%	5,08%
	Paraguay A	3,85%	4,68%	5,50%	6,33%	8,22%
	Paraguay NA	4,41%	5,36%	6,30%	7,25%	9,42%
	Bolivia A	4,62%	5,61%	6,60%	7,59%	9,87%
	Bolivia NA	5,25%	6,38%	7,50%	8,63%	11,21%

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 63: Proyecciones subestimadas y sobreestimadas de tasa de descuento (WACC)

WACC	+150 pb	6,87%
	+75 pb	6,12%
	Original	5,37%
	-75 pb	4,62%
	-150 pb	3,87%

Fuente: Elaboración propia.

En la siguiente tabla se presenta todos los precios de la acción estimada bajo la combinación de los 2 supuestos descritos anteriormente:

Tabla 62: Sensibilidad de variables significativas

		WACC				
		-150 pb	-75 pb	Original	75 pb	150vpb
Tasa proyección	Subestimado 30%	12.322	10.011	8.352	7.105	6.134
	Subestimado 15%	12.506	10.160	8.476	7.209	6.224
	Original	8.836	8.540	8.256	7.982	7.719
	Sobreestimado 15%	12.882	10.465	8.729	7.424	6.409
	Sobreestimado 30%	13.075	10.621	8.859	7.534	6.503

Fuente: Elaboración propia.

- Si se utiliza la tasa de proyección subestimada en un 30% y la tasa wacc +75 pb se estaría subestimando en un 4,0% el precio real de la acción, es decir se consigue un precio de CLP 7.105.

- Si se utiliza la tasa de proyección subestimada en un 15% y la tasa wacc +75 pb se estaría subestimando en un 2,6% el precio real de la acción, es decir se consigue un precio de CLP 7.209.
- Si se utiliza la tasa de proyección original y la tasa wacc +150 pb se estaría sobreestimando en un 4,3% el precio real de la acción, es decir se consigue un precio de CLP 7.719.
- Si se utiliza la tasa de proyección sobreestimada en un 15% y la tasa wacc +75 pb se estaría sobreestimando en un 0,3% el precio real de la acción, es decir se consigue un precio de CLP 7.424. Es importante destacar que en base a estos supuestos se lograría el precio de la acción estimada más cercano al precio real de la acción.
- Si se utiliza la tasa de proyección sobreestimada en un 30% y la tasa wacc +75 pb se estaría sobreestimando en un 1,8% el precio real de la acción, es decir se consigue un precio de CLP 7.534.

9.- Conclusiones

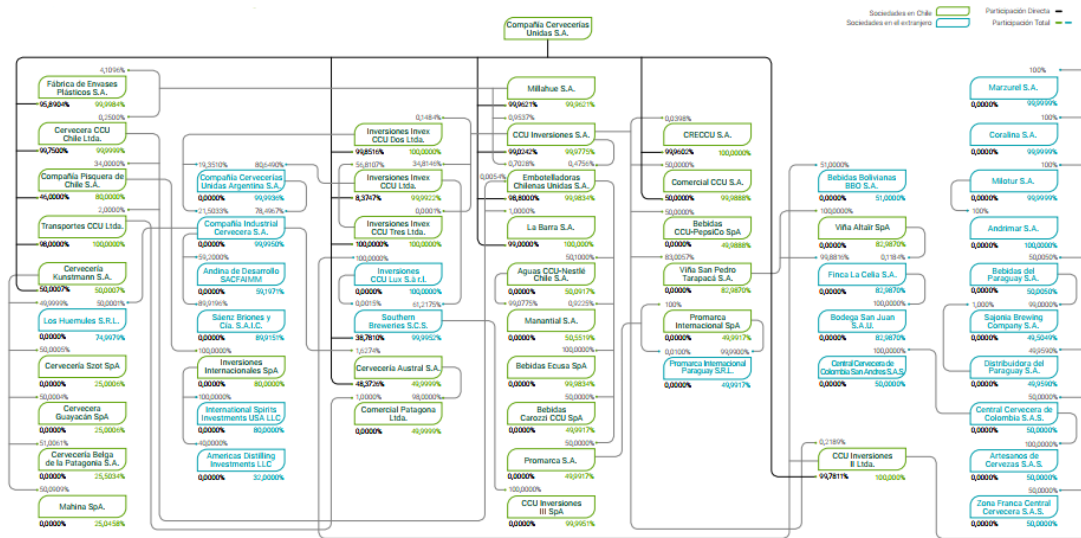
Mediante el método de valoración de Flujos de Caja Descontados se estimó el valor económico de la Compañías Cervecerías Unidas S.A. (CCU). En resumen, fue necesario establecer una estructura de capital objetivo acorde a los Estados Financieros entre los años el año 2016 y junio 2021. Posteriormente, y en base a los precios de la acción históricos, se estima el Costo de Capital de la Empresa (WACC) utilizada para descontar los Flujos de Caja Libres proyectados desde junio 2021 hasta diciembre 2025. Es relevante mencionar que se consideró el último flujo del año 2025 como perpetuo.

El precio estimado de la acción es de \$8.256, lo que equivale a un 11,56% superior al precio de la acción al cierre de junio 2021. La estimación evidencia un potencial de crecimiento de la acción de acuerdo con sus EEFF y los supuestos de proyecciones fundamentados anteriormente.

Es relevante mencionar que, si bien el precio de la acción estimado para el 30 de junio de 2021 esta sobre estimando en un 11,56%. Los motivos de esta sobrestimación del precio pueden ser: i) Altas/bajas tasas de crecimientos de los ingresos, ii) Altas/bajas costos y gastos operaciones y no operaciones, iii) Altas/bajas inversiones en reposición, capex o capital de trabajo. iv) sub o sobre estimación de la tasa de descuento (wacc). Sin embargo, durante el 29 de julio del 2021 hasta el 11 de agosto del 2021 el precio de la acción sobrepaso la barrera de los CLP 8.000, incluso el 3 de agosto del 2021 el precio real de la acción supero el precio estimado alcanzando un precio CLP 8.699.

Anexos

Anexo 1: Estructura 2020 CCU

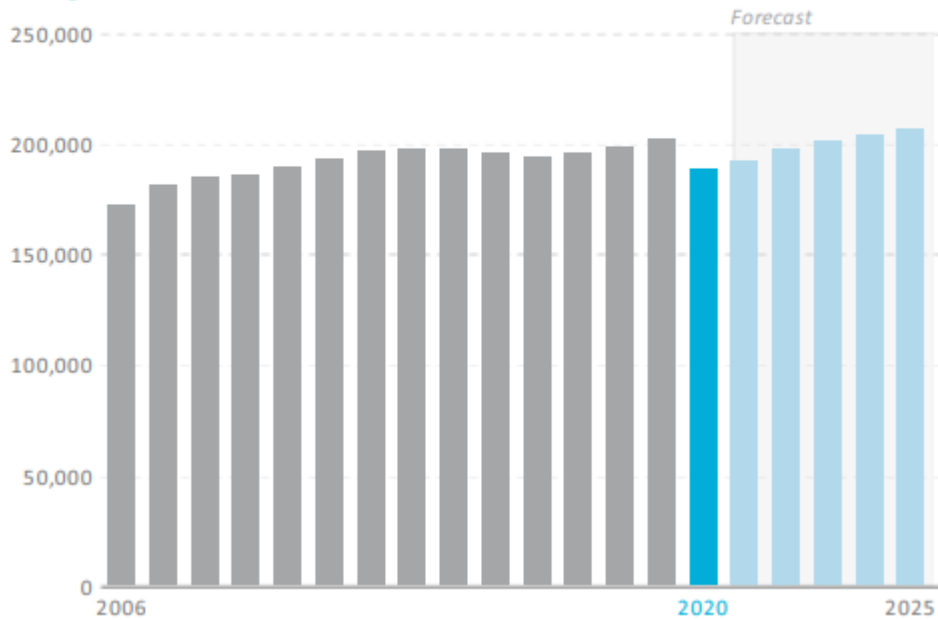


Anexo 2: Ventas de Cerveza (Volumen)

Sales of Beer

Total Volume - million litres - 2006-2025

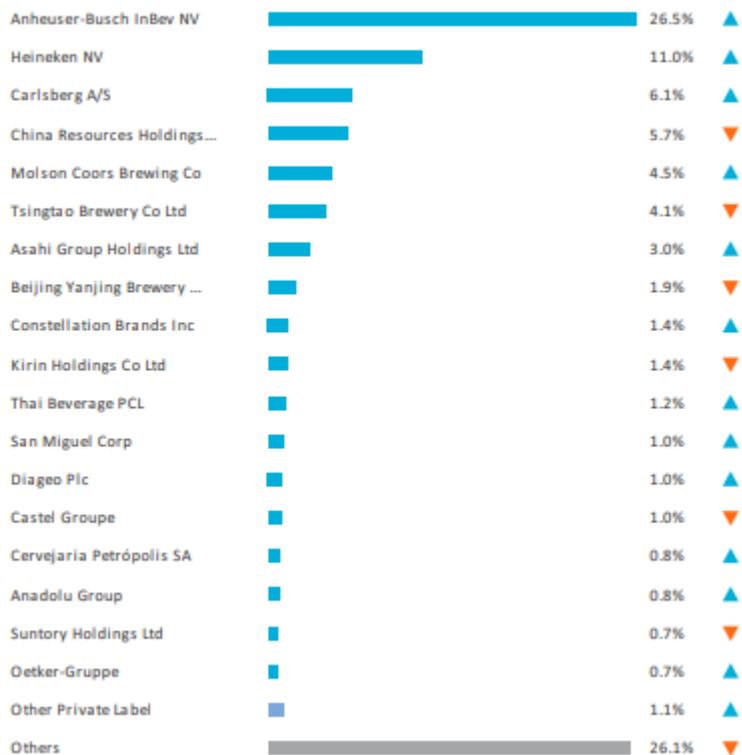
187,703



Anexo 3: Participación de mercado (total volumen)

Company Shares of Beer

% Share (NBO) - Total Volume - 2020



Anexo 4: Activos corrientes y no corriente, y su proporción respecto del total de activos.

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Total Activos corrientes	25.872.440	27.251.139	34.136.778	27.880.022	33.023.572	31.996.930
Total Activos no corrientes	45.177.687	46.493.871	53.140.420	55.260.059	53.846.324	53.915.294
Total Activos	71.050.127	73.745.009	87.277.198	83.140.081	86.869.896	85.912.224

	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	jun-21
Total Activos corrientes	36,4%	37,0%	39,1%	33,5%	38,0%	37,2%
Total Activos no corrientes	63,6%	63,0%	60,9%	66,5%	62,0%	62,8%
Total Activos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Anexo 5: Volumen total por millones de litros vendidos por tipo de bebidas alcohólicas Chile

Category	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Beer	844,2	905,3	944,1	996,8	967,3
Cider/Perry	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2
RTDs	19,9	21,0	22,3	22,3	21,7
Spirits	57,7	58,0	57,6	56,8	50,6
Wine	271,4	263,2	266,1	260,4	243,6
Total	1194,4	1248,7	1291,2	1337,5	1284,4

Category	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	X 16-20
Beer	70,7%	72,5%	73,1%	74,5%	75,3%	73,2%
Cider/Perry	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
RTDs	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Spirits	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	3,9%	4,4%
Wine	22,7%	21,1%	20,6%	19,5%	19,0%	20,6%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Anexo 6: Volumen total por millones de litros vendidos por tipo de bebidas no alcohólicas Chile

Category	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Bottled Water	559,3	605,1	683	693,5	707,2
Carbonates	2319,1	2172,7	1919,6	2107	2099,9
Concentrates	24,5	24,7	24,9	25,3	25,5
Juice	426,4	389,8	397,1	402	383,9
RTD Tea	11,6	12,5	13,3	13,7	13,3
Energy Drinks	37,2	37,9	43,9	47,7	42,9
Sports Drinks	42,5	46,6	51,5	53,9	52
Total	3420,7	3289,4	3133,3	3343,1	3324,5

Category	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	X 16 - 20
Agua embotellada	16,4%	18,4%	21,8%	20,7%	21,3%	19,7%
Carbonatos	67,8%	66,1%	61,3%	63,0%	63,2%	64,3%
Concentrados	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Jugo	12,5%	11,9%	12,7%	12,0%	11,5%	12,1%
Te RTD	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Energetica	1,1%	1,2%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
Deportiva	1,2%	1,4%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Anexo 7: Volumen total por millones de litros vendidos por tipo de bebidas alcohólicas Argentina

Category	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Beer	1.635,7	1.912,5	2.029,6	2.107,8	2.141,3
Cider/Perry	66,6	71,1	65,1	62,2	64,9
RTDs	51,0	46,6	41,0	33,6	25,3
Spirits	91,0	91,6	82,6	77,3	72,9
Wine	981,5	929,0	861,1	899,1	962,0
Total	2.825,9	3.050,8	3.079,3	3.180,0	3.266,4

Category	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	X 16-20
Beer	57,9%	62,7%	65,9%	66,3%	65,6%	63,7%
Cider/Perry	2,4%	2,3%	2,1%	2,0%	2,0%	2,1%
RTDs	1,8%	1,5%	1,3%	1,1%	0,8%	1,3%
Spirits	3,2%	3,0%	2,7%	2,4%	2,2%	2,7%
Wine	34,7%	30,5%	28,0%	28,3%	29,5%	30,2%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Anexo 8: Volumen total por millones de litros vendidos por tipo de bebidas alcohólicas Paraguay

Categoría	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Cerveza	403,6	433,7	454,9	434,8	389,8
Sidra	5,0	5,1	5,2	5,6	5,0
RTDs	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8
Licores	31,2	31,2	31,3	30,5	27,7
Vinos	34,1	34,3	34,5	34,0	31,6
Total	476,4	506,9	528,6	507,6	457,0

Categoría	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	X 16-20
Cerveza	84,7%	85,6%	86,1%	85,7%	85,3%	85,5%
Sidra	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,0%
RTDs	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,5%
Licores	6,5%	6,2%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%
Vinos	7,2%	6,8%	6,5%	6,7%	6,9%	6,8%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Anexo 9: Volumen total por millones de litros vendidos por tipo de bebidas no alcohólicas Paraguay

Categoría	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Agua embotellada	151,9	180,7	187,6	195,1	208,4
Carbonatos	314,8	324,8	327,9	332,4	335,2
Jugo	43,9	45,4	46,3	47,2	47,5
Energetica	5,7	6,1	6,1	6,1	6,1
Deportiva	1,8	2	2,2	2,3	2,3
Total	518,2	559	570,1	583	599,4

Categoría	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	X 16 - 20
Agua embotellada	29,3%	32,3%	32,9%	33,5%	34,8%	32,6%
Carbonatos	60,7%	58,1%	57,5%	57,0%	55,9%	57,9%
Jugo	8,5%	8,1%	8,1%	8,1%	7,9%	8,1%
Energetica	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,1%
Deportiva	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Anexo 10: Volumen total por millones de litros vendidos por tipo de bebidas alcohólicas Bolivia

Categoría	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Cerveza	7,8	8,1	8,4	8,7	7,3
Sidra	395,7	405,0	418,1	393,4	301,7
RTDs	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0
Licores	5,0	5,1	5,2	5,4	5,2
Vinos	8,3	8,5	8,7	8,9	7,7
Total	418,6	428,5	442,3	418,5	323,8

Categoría	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	X 16-20
Cerveza	1,9%	1,9%	1,9%	2,1%	2,3%	2,0%
Sidra	94,5%	94,5%	94,5%	94,0%	93,2%	94,2%
RTDs	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%
Licores	1,2%	1,2%	1,2%	1,3%	1,6%	1,3%
Vinos	2,0%	2,0%	2,0%	2,1%	2,4%	2,1%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Anexo 11: Volumen total por millones de litros vendidos por tipo de bebidas no alcohólicas Bolivia

Categoría	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Agua embotellada	119,7	140,5	155,6	170,1	173,6
Carbonatos	687,4	665,9	661	667,9	652,6
Jugo	90,4	100,1	106	113	118
Te RTD	0,7	0,8	1	1,1	1,2
Energetica	1,5	1,9	2,3	2,7	2,5
Deportiva	10,7	11,8	13	14,5	12,9
Total	910,6	921,1	938,8	969,3	960,6

Category	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	X 16 - 20
Agua embotellada	13,1%	15,3%	16,6%	17,5%	18,1%	16,1%
Carbonatos	75,5%	72,3%	70,4%	68,9%	67,9%	71,0%
Jugo	9,9%	10,9%	11,3%	11,7%	12,3%	11,2%
Te RTD	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Energetica	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%
Deportiva	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,3%	1,3%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Anexo 12: Volumen total por millones de litros vendidos por tipo de bebidas alcohólicas Uruguay

Categoría	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Cerveza	94,8	108,3	110,2	104,0	92,5
Sidra	6,0	5,5	5,2	4,8	4,7
RTDs	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Licores	9,5	9,0	8,8	8,6	7,8
Vinos	69,2	69,5	68,5	70,5	75,2
Total	180,6	193,4	193,9	188,9	181,2

Categoría	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	X 16-20
Cerveza	52,5%	56,0%	56,8%	55,1%	51,0%	54,3%
Sidra	3,3%	2,8%	2,7%	2,5%	2,6%	2,8%
RTDs	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Licores	5,3%	4,7%	4,5%	4,5%	4,3%	4,7%
Vinos	38,3%	35,9%	35,3%	37,3%	41,5%	37,7%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Anexo 13: Volumen total por millones de litros vendidos por tipo de bebidas no alcohólicas Uruguay

Categoría	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Agua embotellada	310,7	325,9	334,4	336	310,5
Carbonatos	279,9	267,8	264,8	252,4	237,7
Jugo	26	27,8	28	27,9	25,5
Energetica	0,5	0,5	0,8	1,3	1,7
Deportiva	2,5	2,7	2,8	3,3	3,4
Total	620,4	625,4	631,5	621,6	579,6

Categoría	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	X 16 - 20
Agua embotellada	50,1%	52,1%	53,0%	54,1%	53,6%	52,6%
Carbonatos	45,1%	42,8%	41,9%	40,6%	41,0%	42,3%
Jugo	4,2%	4,4%	4,4%	4,5%	4,4%	4,4%
Energetica	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%	0,2%
Deportiva	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Anexo 14: Resultado historio por semestres.

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	18-20	
							1 semestre	2 semestre
Chile	48,6%	47,8%	48,0%	47,8%	47,2%	44,0%	46,3%	53,7%
Negocios Internacionales	40,8%	40,9%	43,0%	46,7%	46,0%	46,0%	46,2%	53,8%
Vinos	46,1%	48,5%	48,0%	46,3%	46,6%	45,9%	46,2%	53,8%
Otros*	2,2%	35,4%	34,7%	45,8%	43,0%	42,8%	43,9%	56,1%
Total	46,3%	46,3%	46,7%	47,3%	46,9%	44,7%	46,3%	53,7%

Bibliografía

Compañía de Cervecerías Unidas (CCU). (2020). Memoria anual 2020 CCU S.A.

Compañía de Cervecerías Unidas (CCU). (2021). CCU reporte resultados consolidados al segundo trimestre 2021

Euromonitor. (2020). Soft Drinks in Chile.

Euromonitor. (2020). Soft Drinks in Paraguay.

Euromonitor. (2020). Alcoholic Drinks in Paraguay.

Euromonitor. (2020). Soft Drinks in Uruguay.

Euromonitor. (2021). Alcoholic Drinks in Argentina.

Euromonitor. (2021). Alcoholic Drinks in Bolivia.

Euromonitor. (2021). Alcoholic Drinks in Chile.

Euromonitor. (2021). Alcoholic Drinks in Uruguay.

Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. Gestión 2000.

La tercera (2021). Venta de cervezas a público crece en 2020, con fuerte impulso de categorías sin alcohol

Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. Editorial Lainu.

Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). Business analysis and valuation: IFRS edition. Cengage learning.