

**UNIVERSIDAD DE CHILE  
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS  
ESCUELA DE POSTGRADO**

**VALORIZACIÓN  
COMPANIA CERVECERIAS UNIDAS S.A. (CCU)**

**ACTIVIDAD FORMATIVA EQUIVALENTE A TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGISTER EN  
FINANZAS**

**ALUMNO: RODRIGO CACERES ORTUZAR  
PROFESOR GUIA: ERWIN HANSEN**

Santiago, Chile  
2021

## Resumen Ejecutivo

Lo que se presenta a continuación es el análisis y valoración financiera de Compañía de Cervecerías Unidas S.A. (CCU) al 30 de junio de 2021 por medio del método de flujo de caja descontado proyectando dichos flujos desde el segundo semestre 2021 hasta el año 2025, haciendo un análisis de sus principales cuentas, ingresos, costos, gastos y otras cuentas relevantes, desde el año 2017 hasta la fecha de valoración.

CCU es una empresa de origen chileno, productora y comercializadora principalmente tanto de bebidas alcohólicas tales como cervezas, licores, vinos entre otros, como de bebidas carbonatadas, jugos y otros, destinados al mercado nacional y exportaciones, operando en Chile, Argentina, Colombia, Uruguay, Paraguay y Bolivia, siendo uno de los principales actores a nivel sudamericano. EL principal accionista de CCU es IRSA S.A. (60%) que a su vez es pertenece en partes iguales a Quiñenco S.A., de la familia Luskic, y Heineken Chile Limitada.

Es importante señalar que si bien, para la presente valoración se ha definido una estructura de capital objetivo, en base a la sano y sólido perfil financiero histórico de la compañía, por medio de mercado de capitales, líneas y crédito bancarios, la actual crisis global producto de la pandemia por COVID-19, provocaron una distorsión sin precedentes en los mercados como también en el poder adquisitivo de la gente, impactando fuertemente las industrias donde opera CCU, como también en las variables macroeconómicas de Chile y la región, y por lo tanto en las variables consideradas en la tasa de descuento para la presente valoración, con sus respectivas salvedades

Dicho lo anterior, se estimó una tasa de descuento de capital promedio ponderado ( $Wacc$ ) de 4.87%, la cual sumada a una serie de supuestos que se detallarán en el presente informe, arroja un precio de la acción a la fecha de valoración de CLP 8.389, un 12.7% por encima del precio bursátil en dicha fecha de CLP 7.445, es decir una potencial sub valoración por parte del mercado. Dentro de las principales razones del valor obtenido se encuentra una posible estimación incorrecta en la proyección de los flujos de caja libre de la compañía para los próximos 5 años, pero también una tasa de descuento que puede estar subestimada, por cuanto tanto el costo de la deuda, como el de patrimonio podrían ser mayores al estimado, por cuanto el riesgo en medio de la crisis pandémica y la incertidumbre asociada sea mayor.

## Contenido

1. METODOLOGÍA.....	10
1.1. Principales métodos de valoración .....	10
1.1.1 Método de flujos de caja descontados.....	10
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	13
2.1 Descripción de la empresa .....	13
2.2.1. Antecedentes del negocio e historia .....	13
2.2 Descripción de la Industria.....	16
2.2.1 Segmentos: .....	16
2.2.1.1 Principales subsidiarias.....	21
2.2.2 Participación de Mercado 2020:.....	23
2.2.3 Empresas Comparables (Competencia): .....	25
2.2.4 Marco Normativo .....	28
2.3 Principales accionistas .....	34
2.4 Riesgos de Negocio .....	37
2.4.1 Relativos a Chile.....	37
2.4.1.2 Tipo de Cambio.....	37
2.4.2 Riesgos relativos a Argentina .....	38
2.4.4 Crisis Hídrica .....	39
2.4.5 Pandemia .....	39
2.5 Estructura Corporativa .....	40
3. FINANCIAMIENTO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	41
3.1 Deuda Financiera.....	41
3.2 Patrimonio Económico de CCU .....	43
3.3 Valor Económico de CCU.....	44
3.4 Estimación del costo de capital de la empresa .....	45
4. ANALISIS DEL NEGOCIO .....	50
4.1 Análisis de crecimiento de la empresa (Ingresos).....	51
4.1.1 Otros ingresos por función .....	55
4.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.....	58
4.3 Análisis del resultado no operacional de la empresa .....	64
4.4 Análisis de márgenes de la empresa.....	65
4.5 Análisis de los activos de la empresa .....	68
4.5.1 Activos operacionales y no operacionales .....	68
4.5.2 Capital de trabajo operativo neto .....	70

4.5.3 Inversiones .....	71
4.6 Análisis de crecimiento de la Industria.....	73
4.6.1 Cerveza .....	73
4.6.2 Vinos .....	81
4.6.3 Bebidas Carbonatadas .....	87
4.6.3.1 Chile .....	87
5. PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS .....	92
5.1 Ingresos operacionales Proyectados.....	92
5.2 Costos y gastos operacionales proyectados.....	94
5.3 Resultados No Operacional Proyectado.....	95
5.4 Impuesto Corporativo Proyectado .....	95
5.5 Estado de Resultados Proyectado en miles de UF .....	96
5.6 Estado de resultados Proyectado porcentual. ....	97
6. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE .....	98
6.1 Inversión en reposición .....	98
6.2 Nuevas Inversiones de Capital.....	99
6.3 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto .....	100
6.4 Valor Terminal.....	101
6.5 Flujos de Caja Libre Proyectados.....	102
7. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO .....	103
7.1 Valor presente de los Flujos de caja Libre.....	103
7.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo Neto .....	103
7.3 Activos prescindibles y otros activos .....	104
7.4 Valoración económica de la empresa.....	105
7.5 Análisis de Sensibilidad.....	106
CONCLUSIONES.....	107
BIBLIOGRAFÍA.....	108

## Índice de Tablas

Tabla 1. Ficha Técnica CCU .....	13
Tabla 2. Desglose de principales resultados por Segmento de Negocio (MUF).....	17
Tabla 3. Licencias y contratos de CCU 2020 (última información disponible). ....	19
Tabla 4. Principales subsidiarias de CCU. ....	21
Tabla 5. Participación de Mercado de CCU (%) en sus segmentos de Negocio. ....	23
Tabla 6. Principales competidos de CCU a nivel nacional, e internacional al 30 de Junio 2021.....	27
Tabla 7. Principales Accionistas de CCU al 30 de junio 2021. ....	34
Tabla 8. Deuda Financiera de CCU .....	41
Tabla 9. Patrimonio económico (bursátil).....	43
Tabla 10. Valor económico CCU.....	44
Tabla 11. Estructura de Capital (E.C.) .....	44
Tabla 12. Datos respecto al Beta Patrimonial. ....	45
Tabla 13. Betas CCU estimados para distintos rangos de tiempo.....	45
Tabla 14. Promedios Yield Bono CCU Venc. 2043 a Julio 2020. ....	46
Tabla 15. Variables determinadas para el cálculo del WACC. ....	49
Tabla 16. Ingresos Consolidados por Segmento de Negocio.....	51
Tabla 17. Crecimiento (%) de los ingresos operacionales por segmento. ....	51
Tabla 18. Ponderación de los ingresos operacionales por segmento de negocio. ....	52
Tabla 19. Precios (MUF) por millones de Hectolitros por segmentos de negocios.....	52
Tabla 20. Ingresos operacionales por región geográfica.....	53
Tabla 21. Ponderación sobre los ingresos operacionales por zona Geográfica. ....	53
Tabla 22. Crecimiento de los Ingresos por zona Geográfica. ....	54
Tabla 23. Apertura de Otros Ingresos por Función. ....	55
Tabla 24. Ponderación de los ítems de otros ingresos por función. ....	55
Tabla 25. Crecimiento de los ítems de otros ingresos por función. ....	55
Tabla 26. Apertura de Costos y Gastos de administración consolidados. ....	60
Tabla 27. Ponderación (%) Costos y Gastos de administración consolidados sobre el total.....	61
Tabla 28. Crecimiento (%) de Costos y Gastos de administración consolidados. ....	61

Tabla 29. Ponderación (%) de Costos y Gastos de administración consolidados sobre Ingresos.....	61
Tabla 30. Detalle Gasto y amortización. ....	63
Tabla 31. Costos de Venta por Segmento de Negocio (MUF).....	63
Tabla 32. Ponderación de Costos de Venta por Segmento de Negocio (%). ....	63
Tabla 33. Gastos de comercialización, distribución y administración (MSD&A) por Segmento de Negocio. ....	63
Tabla 34. Desglose Resultados No Operacional.....	64
Tabla 35. Desglose Resultados No Operacional en función de los ingresos Consolidados.....	64
Tabla 36. Resumen Estados de Resultados de CCU.....	65
Tabla 37. Descomposición % del Estado de Resultados. ....	66
Tabla 38. Clasificación activos de CCU. ....	68
Tabla 39. Capital de Trabajo Operacional Neto. ....	70
Tabla 40. Inversiones históricas de CCU.....	71
Tabla 41. Plan de Inversiones de CCU en MUF (UF al 30 junio 2021 CLP 29,709,83).....	72
Tabla 42. Evolución y Forecast Venta de Cerveza en Chile, en millones de litros.....	73
Tabla 43. Participación de Mercado Venta de Cerveza en Chile para el 2020. ....	74
Tabla 44. Evolución y Forecast Venta de Cerveza en Argentina, en millones de litros. ....	78
Tabla 45. Participación de Mercado Venta de Cerveza en Argentina para el 2020. ....	78
Tabla 46. Evolución y Forecast Venta de Vinos en Chile, en millones de litros. ....	81
Tabla 47. Participación de Mercado Venta de Vinos en Chile para el 2020. ....	81
Tabla 48. Evolución y Forecast Venta de Vinos en Argentina, en millones de litros....	85
Tabla 49. Participación de Mercado Venta de Vinos en Argentina para el 2020. ....	85
Tabla 50. Evolución y Forecast Venta de Bebidas Carbonatadas en Chile, en millones de litros.....	87
Tabla 51. Participación de Mercado Venta de de Bebidas Carbonatadas en Chile para el 2020.....	87
Tabla 52. Crecimiento Ventas por Segmentos de Negocio (MUF).....	92
Tabla 53. Proyección crecimiento por Industria y por País, principales productos CCU. ....	92

Tabla 54. Proyección de Costos y Gastos Operacionales.....	94
Tabla 55. Ponderación de Costo o Gasto sobre los ingresos de la compañía.....	94
Tabla 56. Proyección Resultado No Operacional.....	95
Tabla 57. Resumen Proyección estados de Resultados de CCU.....	96
Tabla 58. Resumen ponderación sobre ingresos Proyección estados de Resultados de CCU.....	97
Tabla 59. Plan de Inversiones de CCU en MUF (UF al 30 junio 2021 CLP 29,709,83).....	98
Tabla 60. Inversión en reposición Proyectada. ....	98
Tabla 61. Inversión en reposición Proyectada (UF al 30 Junio 2021 CLP 29,709,83) .	99
Tabla 62. Resumen CTON y RCTON. ....	100
Tabla 63. Variación CTON y RCTON.....	100
Tabla 64. Estimación de Flujos de Caja Libre de CCU.....	102
Tabla 65. Estimación Valor Presente Flujos de Caja Libre de CCU. ....	103
Tabla 66. Deficit o Exceso de Capital de Trabajo Operacional Neto. ....	103
Tabla 67. Detalle PPE e Intangibles.....	104
Tabla 68. Detalle proyección PPE e Intangibles. ....	104
Tabla 69. Detalle proyección PPE e Intangibles. ....	104
Tabla 70. Detalle Activos Prescindibles. ....	105
Tabla 71. Estimados del Valor de la empresa y la acción. ....	105
Tabla 72. Sensibilización Precio de la acción estimado. ....	106

## Índice de Figuras

Figura 1. Estructura Societaria Resumida de CCU. ....	35
Figura 2. Estructura Societaria (Malla) de CCU. ....	40
Figura 3. Yield Bono CCU vencimiento 2043. ....	46



## Índice de Gráficos

Grafico 1. Evolución y Forecast Venta de Cerveza en Chile, en millones de litros. ....	73
Grafico 2. Evolución y Forecast Venta de Cerveza en Argentina, en millones de litros. .....	78
Grafico 3. Evolución y Forecast Venta de Vinos en Chile, en millones de litros. ....	81
Grafico 4. Evolución y Forecast Venta de Vinos en Argentina, en millones de litros ...	85
Grafico 5. Evolución y Forecast Venta de Bebidas Carbonatadas en Chile, en millones de litros.....	87

## 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 y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). 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 sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos (Damodaran<sup>1</sup>, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiples o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto et al., 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

#### 1.1.1 Método de flujos de caja descontados

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

---

<sup>1</sup> Aswath Damodaran, es un reconocido profesor de finanzas en la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York, donde enseña finanzas corporativas y valoración de acciones; quien además es conocido por estimar y publicar una serie de índices financieros periódicamente y ampliamente aceptados.

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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; 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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; 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).

## 2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

### 2.1 Descripción de la empresa

#### 2.2.1. Antecedentes del negocio e historia

Razón Social: Compañía Cervecerías Unidas S.A.

RUT: 90.413.000-1

Tabla 1. Ficha Técnica CCU

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemetécnico	CCU
Clase de acción	Acciones sin valor nominal
Derechos de cada clase	N/A
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago y Bolsa de Nueva York (NYSE)
Descripción de la empresa (Profile)	Empresa productora y comercializadora de bebestibles.
Rubros y países donde opera	Chile/Argentina/Bolivia/Colombia/Uruguay/Paraguay

Fuente: Estados Financieros Auditados 2020, CMF.

Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU) es una empresa dedicada a la producción y comercialización de bebestibles tales como cervezas, bebidas gaseosas, aguas minerales y envasadas, néctares, vino y pisco, entre otros, siendo uno de los principales actores en Chile, pero con operando también otros países, siendo el segundo mayor cervecero en Argentina; en Uruguay y Paraguay está presente en el mercado de cervezas, aguas minerales y envasadas, gaseosas y néctares; en Bolivia participa en la industria de cervezas, aguas envasadas, gaseosas y malta; y en Colombia<sup>2</sup> participa en el mercado de cervezas y maltas.

La empresa transa sus acciones en la bolsa de Comercio de Santiago y en la bolsa de Nueva York.

<sup>2</sup> Corresponden a negocios conjuntos con Gupo Postobón, por lo que no consolidan en los Estados Financieros Consolidados, pero se reconocen las inversiones y sus respectivos ingresos por medio del método de participación.

CCU fue fundada en 1902, convirtiendo la existente Fábrica Nacional de Cerveza creada en 1889 en sociedad anónima. Desde aquellos años, CCU fue adquiriendo diversas fábricas y cervecerías, como las Cerveceras de Concepción y Talca en 1924, la Cervecería de Mitrovich Hermanos en Antofagasta en 1927, la Cervecería Aubel en Osorno en 1933 y la Sociedad Floto y Compañía en La Serena en 1950.

En 1959, firma un acuerdo con la empresa estadounidense PepsiCo y comienza a fabricar sus gaseosas. Luego en 1960 adquiere la famosa marca de agua Mineral Cachantún.

En 1995, adquieren las Compañía Industrial Cervecería, la Cervecería Santa Fe y Buenos Aires Embotelladora S.A. (BAESA), formando con esta última Embotelladoras Chilenas Unidas S.A. (ECUSA), entrando al mercado argentino y concretando el 100% de adquisición en 1999. En 2000 compran el 50% de la Cervecería Austral y en 2002 el 50% de la cervecería Kunstmann.

En 1986, se había constituido la sociedad "Inversiones y Rentas S.A." por medio de la cual la familia Luksic y la cervecería Paulaner, tendrían el 64,3 % de la empresa, pero luego en 2003 la empresa neerlandesa Heineken International adquiere las acciones de Paulaner en Inversiones y Rentas S.A. convirtiéndose en accionista mayoritario junto a Quiñenco del Grupo Luksic. Gracias a aquello, CCU comienza a fabricar y distribuir productos de Heineken tanto en Chile como en Argentina.

En 2003 también crea la filial Pisconor S.A., entrando a la Industria del pisco y luego en 2004 adquiere Calaf, la fábrica de dulces. En 2005, forma una alianza con la Cooperativa Agrícola Control Pisquero de Elqui y Limarí Limitada forma la Compañía Pisquera de Chile, manteniendo un 34% de participación que luego incrementaría a 80 %. En 2006, junto a Watt's S.A. firma un joint venture para elaborar, producir y comercializar jugos, bebidas de fruta, bebidas lácteas y otros, denominada Promarca S.A. En 2007 se asocia con Nestlé para la producción del agua Nestlé Pure Life. Recién en desde el 2010 en adelante, ingresaría a Uruguay, Paraguay, Bolivia y Colombia.

Hoy en día, CCU tiene contratos de licencia con Heineken Brouwerijen B.V., Anheuser-Busch Incorporated, PepsiCo Inc., Paulaner Brauerei AG, Schweppes Holdings Limited, Guinness Brewing Worldwide Limited, Société des Produits Nestlé S.A., Pernod Ricard y Cía Pisquera Bauzá S.A.

Dado el rubro en el cual está inserta la empresa y el carácter abierto de la sociedad en términos de la transparencia de cara a los accionistas como al consumidor, debe cumplir con las normas y leyes de las siguientes instituciones regulatorias, Servicio de Impuestos Internos (SII), Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), Banco Central de Chile y el Instituto Nacional de Estadísticas, entre otros.

## 2.2 Descripción de la Industria

### 2.2.1 Segmentos:

Los segmentos donde opera CCU contempla las categorías de cerveza, bebidas no alcohólicas y licores, separándose en:

- i) **Segmento de operación en Chile**, con cerveza, bebidas no alcohólicas, licores, y Unidades Estratégicas de Servicio (“UES”) en el mercado chileno.
- ii) **Segmento de operación Negocios Internacionales** que incluye operaciones en Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay, comercializando cervezas, sidras, bebidas no alcohólicas y licores.
- iii) **Segmento de operación de vinos**, siendo los principales mercados domésticos Chile y Argentina, y exportación a más de 80 países.

Los tres Segmentos de operación señalados anteriormente son consistentes con la forma en que se gestiona la Compañía. Estos Segmentos de operación reflejan información financiera separada, que es revisada periódicamente por la máxima autoridad en la toma de decisiones de operación de cada Segmento, con el objeto de definir la asignación de recursos y evaluación de su rendimiento. Finalmente, los gastos e ingresos de las Unidades de Apoyo Corporativo (“UAC”) son presentados en el Segmento Otros, en el que figura la eliminación de las transacciones realizadas entre los Segmentos de operación.

Las UAC y UES proporcionan servicios compartidos a toda la organización, de forma centralizada, a fin de captar las sinergias entre las diferentes unidades. Las UAC contemplan servicios, a nivel regional, de tecnologías de información, administración y finanzas y abastecimiento, entre otros. Por su parte, las actividades de negocio realizadas por las UES, esto es: Comercial CCU S.A. (“Comercial CCU”), Transportes CCU Limitada (“Transportes CCU”) y CRECCU S.A. (“CRECCU”), comprenden la comercialización, distribución, venta y en algunos casos financiamiento, de los productos de la Compañía en el territorio chileno, y a través de Fábrica de Envases Plásticos S.A. (“PLASCO”), la producción de prácticamente la totalidad de



las preformas y tapas de las botellas plásticas retornables y no retornables utilizadas en el Segmento de operación Chile.

De acuerdo a su política de expansión y diversificación de mercados, CCU ha consolidado su presencia en los países donde realiza operaciones productivas y comerciales. La comercialización de sus productos está dirigida básicamente al comercio minorista, integrado por supermercados, restaurantes, almacenes y botillerías, fuentes de soda y otros.

En términos de producción, comercialización y distribución, CCU cuenta con 32 plantas productivas, de las cuales 15 son del segmento Chile, 10 en Negocios Internacionales y 5 en Vinos, y 42 centros de distribución, 30 en Chile y 13 en Negocios Internacionales.

A continuación, se presenta el desglose por Segmento en términos de ingreso, EBIT y volumen por segmento operativo para los últimos periodos continuados a Dic/2020:

*Tabla 2. Desglose de principales resultados por Segmento de Negocio (MUF).*

<b>Chile</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Ingresos	37.854	39.074	40.252	41.127	42.750
EBITDA	8.209	9.239	9.643	9.422	8.420
EBITDA Margin	21,70%	23,60%	24,00%	22,90%	19,70%
EBIT	5.866	6.821	7.352	7.080	6.008
EBIT Margin	15,50%	17,50%	18,30%	17,20%	14,10%
Volumen (MHL*)	17.643	17.863	18.868	19.802	20.484
<b>Negocios Internacionales</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Ingresos	14.047	17.177	17.555	16.407	13.857
EBITDA	1.243	2.270	10.380	1.651	832
EBITDA Margin	8,80%	13,20%	59,10%	10,10%	6,00%
EBIT	790	1.689	9.662	694	-46
EBIT Margin	5,60%	9,80%	55,00%	4,20%	-0,30%
Volumen (MHL*)	5.752	6.726	8.273	8.899	8.784
<b>Vinos</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Ingresos	7.644	7.629	7.492	7.500	8.091
EBITDA	1.680	1.195	1.110	1.353	1.483
EBITDA Margin	22,00%	15,70%	14,80%	18,00%	18,30%
EBIT	1.411	915	822	1.006	1.085
EBIT Margin	18,50%	12,00%	11,00%	13,40%	13,40%
Volumen (MHL*)	1.388	1.431	1.389	1.395	1.538
<b>Otros</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>

Ingresos	-379	-505	-607	-656	-798
EBITDA	-346	-498	-745	-563	-539
EBITDA Margin	91,30%	98,70%	122,80%	85,80%	67,50%
EBIT	-452	-660	-833	-627	-628
EBIT Margin	119,20%	130,60%	137,10%	95,60%	78,60%
Volumen (MHL*)	1.388	1.431	1.389	-64	-113
<b>Consolidado</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Ingresos	59.166	63.376	64.692	64.378	63.900
EBITDA	10.786	12.206	20.388	11.863	10.196
EBITDA Margin	18,70%	19,90%	32,40%	19,10%	16,60%
EBIT	7.615	8.765	17.004	8.153	6.419
EBIT Margin	13,50%	14,80%	27,30%	13,50%	10,90%
Volumen (MHL*)	24.783	26.020	28.530	30.032	30.693

\*Miles de Hectolitros.

Fuente: Elaboración propia en base a Memorias Anuales de CCU.

La Compañía cuenta con numerosas licencias y contratos para la producción, comercialización y/o distribución de sus marcas y productos en sus respectivos mercados, siendo los principales presentados en la tabla a continuación:

Tabla 3. Licencias y contratos de CCU 2020 (última información disponible).

Licencia	Fecha Expiración
Aberlour, Absolut, Ballantine's, Beefeater, Blender's Pride, Borzoi, Chivas Reagal, Cuvee MUMM, Dubonnet, Elyx, G.H. MUMM, Havana Club, Jameson, Kahlúa, Level, Passport, Pernod, Perrier Jouet, Ricard, Royale Salute, Long John, Longmorn, Malibu, Martell, Olmeca, Orloff, Sandeman, Scapa, Strathisla, The Glenlivet, Wyborowa, 100 Pipers, para Chile.	jun-27
Adrenaline, Adrenaline Rush	feb-28
Amstel para Argentina(2)	jul-22
Amstel para Paraguay	sep-24
Austral para Chile	jul-22
Blue Moon para Chile	dic-21
Coors para Chile	dic-25
Crush y Canada Dry (Ginger Ale, Agua Tónica y Limón Soda) para Chile	dic-23
Fruugo para Chile	Indefinida
Gatorade para Chile	dic-43
Grolsch para Argentina	may-28
Heineken para Bolivia	dic-24
Heineken para Chile, Argentina y Uruguay	10 años renovables
Heineken para Colombia	mar-28
Heineken para Paraguay	may-23
Kunstman para Colombia	jul-22
MAS para Uruguay	dic-28
Miller para Argentina	dic-26
Miller y Miller Genuine Draft para Colombia	dic-26
Nestlé Pure Life para Chile(7)	dic-22
Patagonia para Chile	Indefinida
Paulaner para Paraguay	abr-22
Pepsi, Seven Up y Mirinda para Chile	dic-43
Polar Imperial para Chile	Indefinida
Red Bull para Chile	Indefinido
Schneider para Paraguay	may-23
Sol para Chile y Argentina	10 años renovables
Sol para Colombia	mar-28
Sol para Paraguay	ene-23
Té Lipton para Chile	dic-30

Tecate para Colombia	mar-28
Warsteiner para Argentina	may-28
Watt's para Uruguay	99 años
Watt's (néctares, bebidas en base a fruta y otros) en envases rígidos, excepto cartón para Chile	Indefinida
Watt's para Paraguay	jul-26

*Fuente: Elaboración propia en Base a Memoria Anual 2020.*

## 2.2.1.1 Principales subsidiarias

Subsidiarias son todas las entidades sobre las que la Compañía tiene poder para dirigir las políticas financieras y de operación, lo que generalmente se deriva de una participación superior a la mitad de los derechos de voto. Al momento de evaluar si la Compañía controla a otra entidad se considera la existencia y el efecto de los derechos potenciales de voto que sean actualmente susceptibles de ser ejercidos a la fecha de los Estados Financieros Consolidados Intermedios. Las subsidiarias se consolidan a partir de la fecha en que se transfiere el control a la Compañía, y se excluyen de la consolidación en la fecha en que cesa el mismo.

Para contabilizar la adquisición de subsidiarias la Compañía utiliza el método de adquisición. El costo de adquisición es el valor razonable de los activos entregados, de los instrumentos de patrimonio emitidos y de los pasivos incurridos o asumidos en la fecha de intercambio.

Los Estados Financieros Consolidados incluyen las siguientes subsidiarias directas e indirectas, donde el porcentaje de participación representa el interés económico a nivel consolidado:

Tabla 4. Principales subsidiarias de CCU.

Subsidiaria	País de origen	Porcentaje de participación directa e indirecta
Aguas CCU-Nestlé Chile S.A.	Chile	50,09%
Cervecería Guayacán SpA.	Chile	25,00%
CRECCU S.A.	Chile	100%
Cervecería Belga de la Patagonia S.A.	Chile	25,50%
Inversiones Invex CCU Dos Ltda.	Chile	100%
Inversiones Invex CCU Tres Ltda.	Chile	100%
Bebidas CCU-PepsiCo SpA.	Chile	49,99%
CCU Inversiones II Ltda.	Chile	100%
Cervecería Szot SpA.	Chile	25,00%
Bebidas Carozzi CCU SpA.	Chile	49,99%
Bebidas Ecusa SpA.	Chile	99,98%
Inversiones Invex CCU Ltda.	Chile	99,99%
Promarca Internacional SpA.	Chile	49,99%
CCU Inversiones S.A.	Chile	99,78%
Inversiones Internacionales SpA.	Chile	80%
Promarca S.A.	Chile	49,99%

CCU Inversiones III SpA.	Chile	100,00%
La Barra S.A.	Chile	100%
Mahina SpA.	Chile	25,05%
Inversiones Invex SB Ltda.	Chile	99,99%
Transportes CCU Ltda.	Chile	100%
Fábrica de Envases Plásticos S.A.	Chile	100,00%
Millahue S.A.	Chile	99,96%
Viña San Pedro Tarapacá S.A.	Chile	82,99%
Manantial S.A.	Chile	50,55%
Viña Altaír SpA.	Chile	82,99%
Cervecería Kunstmann S.A.	Chile	50,00%
Cervecera CCU Chile Ltda.	Chile	100,00%
Embotelladoras Chilenas Unidas S.A.	Chile	99,98%
Comercial CCU S.A.	Chile	99,99%
Compañía Pisquera de Chile S.A.	Chile	80%
Andina de Desarrollo SACFAIMM	Argentina	59,20%
Bodega San Juan S.A.U.	Argentina	-
Cía. Cervecerías Unidas Argentina S.A.	Argentina	99,99%
Compañía Industrial Cervecera S.A.	Argentina	100,00%
Finca La Celia S.A.	Argentina	82,99%
Los Huemules S.R.L.	Argentina	75,00%
Sáenz Briones y Cía. S.A.I.C.	Argentina	94,21%
Bebidas Bolivianas BBO S.A.	Bolivia	51%
International Spirits Investments USA LLC	Estados Unidos	80%
Inversiones CCU Lux S.à r.l.	Luxemburgo	100,00%
Southern Breweries S.C.S.	Luxemburgo	100,00%
Bebidas del Paraguay S.A.	Paraguay	50,00%
Distribuidora del Paraguay S.A.	Paraguay	49,96%
Promarca Internacional Paraguay S.R.L.	Paraguay	49,99%
Sajonia Brewing Company S.R.L.	Paraguay	49,50%
Andrimar S.A.	Uruguay	100,00%
Coralina S.A.	Uruguay	100,00%
Marzurel S.A.	Uruguay	100,00%
Milotur S.A.	Uruguay	100,00%

*Fuente: Elaboración Propia en base a memoria anual 2020.*

## 2.2.2 Participación de Mercado 2020:

Naturalmente, respecto a los segmentos donde opera CCU, se podría estimar en virtud de la trayectoria y tamaño de la compañía, que mantiene una participación de mercado relevante; no obstante, la única fuente al respecto corresponde a información propia de la empresa publicada en sus memorias anuales, la cual se detalla a continuación, respecto a sus distintas líneas de negocio:

*Tabla 5. Participación de Mercado de CCU (%) en sus segmentos de Negocio.*

Segmento de Negocio	2016	2017	2018	2019	2020
Chile	42,30%	42,70%	43,40%	43,80%	45,20%
Negocios Internacionales	14,00%	14,70%	20,00%	16,70%	17,70%
Vinos	18,00%	18,20%	17,70%	17,70%	18,90%
Total	28,10%	28,10%	29,40%	28,10%	29,80%

*Fuente: Elaboración propia en base a Memorias Anuales de CCU.*

Salvedades:

- **Total:** Promedio ponderado de todas las categorías en donde CCU participa basados en las participaciones de mercado de cada categoría y ponderados por las estimaciones internas de los tamaños de mercado (actualizado a febrero 2021). Fuentes de Market share: Nielsen para Chile y vinos domésticos; Ernest&Young (EY) para Argentina; ID Retail para Uruguay; CCR para Paraguay (salvo aguas que corresponde a estimación interna); CIESMORI para Bolivia (salvo gaseosas que corresponde a estimación interna); Asociación de Viñas de Chile para vinos de exportación.
- **Chile:** Excluye HOD y jugos en polvo.
- **Negocios Internacionales:** Incluye cervezas en Argentina; cervezas, gaseosas, néctares, aguas minerales y saborizadas en Uruguay; cervezas, gaseosas, néctares y agua mineral en Paraguay; cerveza, malta y gaseosas en Bolivia.

- **Vinos:** Incluye vinos domésticos y exportación desde Chile. Vinos domésticos fuente Nielsen<sup>3</sup>, vinos exportación según mercado reportado por la Asociación de Vinos de Chile. Excluye vino granel.

---

<sup>3</sup> Nielsen Holdings Inc. es una empresa estadounidense dedicada a la investigación de mercados y datos, operando en más de 100 países y emplea aproximadamente a 44.000 personas en el mundo.



## 2.2.3 Empresas Comparables (Competencia):

En el mercado chileno, dentro los principales competidores en bebidas no alcohólicas, esta Embotelladoras Andina. El principal competidor en el mercado chileno de cervezas es Cervecería Chile S.A., filial de ABI (Grupo Anheuser-Busch InBev). En la Industria del Vino, dado que es un segmento exportador, compite con un gran número de productores de Vino a nivel mundial, pero cabe destacar que, en el mercado doméstico, los 3 mayores competidores, junto a Viña San Pedro, es Viña Concha y Toro y Viña Santa Rita.

**Grupo Anheuser-Busch InBev:** es una empresa multinacional con sede en Lovaina, Bélgica, la compañía de cervezas más grande del mundo, con una cuota del mercado mundial próxima al 25%. La marca produce cervezas de marca global como Budweiser, Corona Extra, Stella Artois y Beck's, y en Chile además la cerveza Becker y Cusqueña. Es importante, señalar que, en agosto del 2020, subscribieron un acuerdo de 5 años (renovable) de distribución de sus productos con Embotelladora Andina S.A. y Embonor S.A., los principales embotelladores de los productos de The Coca-Cola Company en Chile, para reforzar su red de distribución. ABI se ha expandido globalmente en los últimos años, a través de una serie de fusiones y adquisiciones, y hoy cuenta con más de 500 marcas y operaciones en 50 países. Anheuser-Busch InBev está controlado por las aristócratas y nobles familias belgas de tradición cervecera Van Damme, De Mévius y Spoelberch, quienes poseen el 28,6% de la compañía, y los multimillonarios inversores brasileños Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira y Marcel Telles (antiguos dueños de cerveza Brahma, la cual ahora es parte del catálogo de AB InBev), quienes poseen el 22,7% a través de su firma de inversión privada 3G Capital.

**Embotelladora Andina:** Es uno de los tres mayores franquiciados de The Coca-Cola Company en América Latina, atendiendo territorios franquiciados con casi 54,6 millones de habitantes, en los que entregó 4.171 millones de litros de bebidas gaseosas, jugos, aguas embotelladas, cervezas y otros alcoholes en 2020. Coca-Cola Andina tiene la franquicia para producir y comercializar los productos de The Coca-Cola Company en ciertos territorios de Argentina (a través de la sociedad Embotelladora del Atlántico S.A.,

en adelante "EDASA" o "Coca-Cola Andina Argentina"), Brasil (a través de la sociedad Rio de Janeiro Refrescos Ltda., en adelante "Coca-Cola Andina Brasil"), Chile (a través de la sociedad Embotelladora Andina S.A., en adelante "Coca-Cola Andina Chile") y en todo el territorio de Paraguay (a través de la sociedad Paraguay Refrescos S.A. en adelante "Paresa" o "Coca-Cola Paresa"). La Sociedad es controlada en partes iguales por las familias Chadwick Claro, Garcés Silva, Said Handal y Said Somavía

**Viña Concha y Toro:** Fundada en Chile en 1883, cuenta también con viñas subsidiarias en Argentina y Estados Unidos, es la principal productora y exportadora de vinos de Latinoamérica, y una de las 10 mayores compañías de vino en el mundo.

**Viña Santa Rita:** Empresa chilena dedicada al cultivo de viñas y a la producción comercialización y exportación de vino, controlada por la sucesión del empresario Ricardo Claro. En 2019 Santa Rita vendía un total de 12 millones de cajones de vinos por año (108 millones de litros), en más de 70 países.

Si bien, las viñas antes mencionadas son compiten en uno de los segmentos en los que opera CCU; en términos generales, para ambas viñas es su principal fuente de generación, mientras que para CCU el segmento Vinos sólo representa un alrededor de un 12% de sus ingresos.

A continuación, se presenta un resumen de las principales métricas de la Industria donde opera CCU; incluyendo los actores que, de acuerdo al criterio de EIKON, serían los más relevantes, tanto nacional como internacionalmente:

Tabla 6. Principales competidos de CCU a nivel nacional, e internacional al 30 de Junio 2021.

Nombre Empresa	Market Value (M CLF)	Deuda Total (MM CLF)	Deuda / Market Value	Beta	Deuda Neta (MM CLF)	Deuda Neta / Patrimonio	Deuda Neta / Valor de la Empresa
Compania Cervecerias Unidas SA	84.524 <sup>4</sup>	17.428	18,47%	0,7	4.051	0,07	4,56%
Embotelladora Andina SA	52.670	33.143	47,17%	0,67	18.086	0,62	23,92%
Arca Continental SAB de CV	295.932	63.631	19,41%	0,66	31.210	0,17	10,92%
Fomento Economico Mexicano SAB de CV	772.592	303.449	31,93%	0,96	166.662	0,45	19,54%
Heineken NV	1.693.283	542.567	24,96%	0,79	428.888	0,99	20,96%
Coca-Cola Co	6.339.036	1.044.788	16,15%	0,64	794.915	1,5	11,83%
Anheuser Busch Inbev SA	3.159.512	2.406.433	47,83%	1,28	2.036.810	1,06	39,27%
Boston Beer Company Inc	171.467	100	0,00%	0,74	-3.904	-0,17	-1,30%

Fuente: Elaboración propia en base a información de Euromonitor.

Es importante señalar que, si bien se presentan actores competidores en todo el mundo, cuyos valores de mercado y alcance en algunos casos, como Coca-Cola Co, distan enormemente de CCU, se es relevante dar cuenta de sus estructuras de capital, betas y otros indicadores, por cuanto se aprecia que no todas siguen una estrategia de crecimiento y sostenibilidad similar.

<sup>4</sup> Estimación realizada por EIKON, plataforma digital proveedores de análisis financieros tanto individuales como de mercados, para distintas industrias.

## 2.2.4 Marco Normativo

CCU S.A., en su carácter de sociedad anónima abierta, se encuentra regulada por la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores, la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas y su Reglamento contenido en el Decreto Supremo N° 702 del Ministerio de Hacienda de 2011 y la normativa dictada al efecto por la Comisión para el Mercado Financiero (“CMF”). Asimismo, CCU S.A., en su calidad de emisor de American Depository Receipts (“ADRs”), que actualmente se transan en el New York Stock Exchange (“NYSE”), se encuentra sujeta, en lo que fuere aplicable, al Securities Exchange Act de 1934, Sarbanes-Oxley Act de 2002 (“Ley Sarbanes Oxley” o “SOX”) y a la normativa dictada al efecto por la Securities and Exchange Commission (“SEC”) y el NYSE.

Adicionalmente, CCU S.A., sus filiales y coligadas, deben observar las normas aplicables de manera específica a las actividades y negocios que cada una realiza, siendo las principales las que se indican a continuación para cada segmento:

**(i) Cervezas:** Ley N° 18.455 que contiene normas sobre Producción, Elaboración y Comercialización de Alcoholes Etilicos, Bebidas Alcohólicas y Vinagres, reglamentada en el Decreto N° 78 del Ministerio de Agricultura de 1986, que establece, entre otras, la obligación de inscribir las bebidas alcohólicas que se comercialicen en Chile en el registro que al efecto lleva el Servicio Agrícola y Ganadero (“SAG”) y los requisitos de rotulación, y (ii) Ley N° 19.925 sobre Expendio y Consumo de Bebidas Alcohólicas, que establece la obligación de contar con patente de alcoholes para el expendio de bebidas alcohólicas, fija el horario de funcionamiento para dichos establecimientos, dispone la prohibición de venta y suministro a menores de 18 años de edad en establecimientos autorizados para el expendio de bebidas alcohólicas así como la venta, suministro o consumo en lugares determinados, y demás requisitos y condiciones para la comercialización de bebidas alcohólicas.

**(ii) Bebidas No Alcohólicas:** Se deben observar las normas del Reglamento Sanitario de los Alimentos contenido en el Decreto N° 977 del Ministerio de Salud de 1997 y en el Código Sanitario, relativas a las condiciones sanitarias a las que debe ceñirse la producción, importación, elaboración, envase, almacenamiento, distribución y venta de

alimentos para uso humano. En lo que respecta a aguas minerales, se aplican adicionalmente las disposiciones del Reglamento de Aguas Minerales contenidas en Decreto N° 106 del Ministerio de Salud de 1997, que establece, además de la obligación de obtener la autorización de establecimiento y funcionamiento otorgado por el servicio de salud respectivo, la obligación de contar en forma previa a su explotación comercial con la respectiva declaración de fuente curativa, pudiendo el agua mineral solo ser envasada en su fuente de origen conforme a los procedimientos y manipulaciones establecidos en el mencionado Reglamento, debiendo las marcas destinadas a distinguir aguas minerales y sus subproductos envasados tener igual denominación al de la o las fuentes de que proceden y que se hallen registradas en el Ministerio de Salud. Se establecen, asimismo, disposiciones relativas al envasado, rotulación y publicidad de aguas minerales y sus subproductos. Finalmente, a este segmento le son aplicables las siguientes disposiciones: (i) Ley N° 20.606 de 2012 sobre Composición Nutricional de los Alimentos y su Publicidad, (ii) Decreto N° 13 del Ministerio de Salud de 26 de junio de 2015, que modifica el Decreto N° 977 antes referido, y (iii) Ley N° 20.869 de 13 de noviembre de 2015, sobre Publicidad de Alimentos y Decreto Supremo N° 1 del Ministerio de Salud de 11 diciembre de 2017, que entró en vigencia el 11 de junio de 2018; normas que establecen ciertas restricciones y exigencias en materia de publicidad, rotulación y comercialización a aquellos alimentos que sean calificados “altos en” alguno de los nutrientes críticos definidos y energía.

**(iii) Licores:** Se aplica a los destilados, cócteles y licores las siguientes disposiciones: (i) Ley N° 18.455 sobre Producción, Elaboración y Comercialización de Alcoholes Etilicos, Bebidas Alcohólicas y Vinagres, su Reglamento contenido en el Decreto N° 78 del Ministerio de Agricultura de 1986 antes referido que establece, entre otras, la obligación de inscribir las bebidas alcohólicas que se comercialicen en Chile en el registro que al efecto lleva el SAG y los requisitos de rotulación, (ii) Ley N° 19.925 sobre Expendio y Consumo de Bebidas Alcohólicas, que establece la obligación de contar con patente de alcoholes para el expendio de bebidas alcohólicas, fija el horario de funcionamiento para dichos establecimientos, dispone la prohibición de venta y suministro a menores de 18 años de edad en establecimientos autorizados para el expendio de bebidas alcohólicas así como la venta, suministro o consumo en lugares determinados, y demás requisitos y condiciones para la comercialización de bebidas

alcohólicas, y (iii) Decreto Supremo N° 521 del Ministerio de Agricultura de 1999 que reglamenta el uso de la denominación de origen “pisco”, las características y modalidades que se deben cumplir respecto de la materia prima a utilizar, y la elaboración y envasado de este producto.

**(iv) Argentina:** Compañía Industrial Cervecera S.A. (“CICSA”), en su calidad de sociedad anónima cerrada, se encuentra regulada por la Ley N° 19.550 sobre Sociedades Comerciales recopilada en el Código Civil y Comercial de la Nación. Adicionalmente, dicha sociedad debe observar las normas aplicables de manera específica a las actividades y negocios que realiza, entre ellas, fundamentalmente: (i) Ley Nacional N° 18.284, Código Alimentario argentino que regula todo lo relacionado con la elaboración, importación, exportación, comercialización, rotulado, etc. De alimentos, condimentos, bebidas o primeras materias en todo el país, (ii) Ley Nacional N° 24.788 y sus decretos reglamentarios sobre “Lucha contra el Alcoholismo”, que regula la venta y consumo de bebidas alcohólicas y su publicidad, determinando el horario autorizado para la comercialización y la prohibición de venta a menores de 18 años de edad, y (iii) Decreto Reglamentario N° 688/2009 y sus complementarios que regula todo lo relacionado a la publicidad de bebidas con alcohol, siendo aplicable las disposiciones de la Ley N° 5.708 en el ámbito de la ciudad de Buenos Aires.

**(v) Uruguay:** Las sociedades Milotur S.A., Marzurel S.A., Coralina S.A. y Andrimar S.A., en su calidad sociedades anónimas cerradas, se rigen principalmente por la Ley N° 16.060 que regula todas las sociedades comerciales. En cuanto a su actividad, esto es, la elaboración y comercialización de bebidas no alcohólicas así como la distribución y comercialización de bebidas alcohólicas, las principales normas que las regulan son: (i) Decreto 315/94 que contiene el Reglamento Bromatológico Nacional, (ii) Código de la Niñez y la Adolescencia que regula aspectos relativos al expendio y publicidad de bebidas alcohólicas, (iii) Ley N° 17.849 y su Decreto Reglamentario 260/07 que regulan el Sistema Integrado de Gestión de Envases, (iv) Reglamento Técnico Mercosur para rotulación de alimentos envasados, (v) Ley N° 18.159 que regula la promoción y defensa de la competencia, (vi) Ley N° 19.196 que regula la responsabilidad penal de los empleadores por el incumplimiento de las normas de seguridad laboral cuando se pone en riesgo o se causa un daño a la vida de los trabajadores, (vii) Ley N° 19.855 que regula



el consumo problemático de bebidas alcohólicas y su Decreto Reglamentario 63/2020, y (viii) Decreto 272/18, con vigencia desde el 1 de marzo de 2020, sobre rotulado de los alimentos.

**(vi) Paraguay:** Distribuidora del Paraguay S.A. y Bebidas del Paraguay S.A. son sociedades anónimas que se rigen por las leyes de la República del Paraguay, en particular: (i) Ley N° 1.034/83 Del Comerciante, y los artículos 1.048 al 1.159 de la Ley N° 1.183/85 Código Civil y sus modificaciones posteriores, (ii) Ley N° 388/94 que establece disposiciones sobre la constitución, capital social y facultades de la asamblea respecto de sociedades anónimas, (iii) Ley N° 3.228/07 que, a su vez, modifica la Ley N° 388/94 respecto de las formalidades de constitución de sociedades anónimas, (iv) Ley N° 5.895/17 que establece reglas de transparencia en el régimen de las sociedades constituidas por acciones, (v) Decreto N° 9.043/17 y sus modificaciones posteriores, que reglamenta la Ley N° 5.895/17 y establece multas en caso de incumplimiento, (vi) Ley N° 6.446/2019 que crea el Registro Administrativo de Personas y Estructuras Jurídicas y el Registro Administrativo de Beneficiarios Finales del Paraguay, y (vii) Decreto N° 3.241/2020 que reglamenta la Ley N° 6.446/2019 antes referida. Además, en virtud del carácter específico del objeto social de Bebidas del Paraguay S.A., para la importación, comercialización y publicidad de bebidas con y sin alcohol son aplicables: (i) Ley N° 836/80 Código Sanitario, (ii) Ley N° 1.334/98 de Defensa del Consumidor y del Usuario, (iii) Ley N° 1.333/98 sobre Publicidad y Promoción de Tabaco y Bebidas Alcohólicas, (iv) Ley N° 1.642/00 que prohíbe la venta de bebidas alcohólicas a menores de edad y prohíbe su consumo en la vía pública, y (v) Decreto del Poder Ejecutivo N° 1.635/99 y Resolución del Ministerio de Salud Pública y Bienestar Social N° 643/12 que regulan aspectos relativos al registro de productos alimenticios y sus modificaciones, entre otras.

**(vii) Bolivia:** Bebidas Bolivianas BBO S.A. es una sociedad anónima que se rige por las leyes del Estado Plurinacional de Bolivia, en particular por el capítulo V (sociedades anónimas) del Decreto Ley N° 14.379, Código de Comercio, que establece disposiciones sobre la constitución de las sociedades, derechos y obligaciones de los accionistas, los órganos de administración y fiscalización de la sociedad, así como la clasificación de las acciones, reglas de emisión y registros. Además, en atención al objeto social de Bebidas

Bolivianas BBO S.A. y las actividades comerciales que desarrolla en Bolivia, respecto a la producción, importación, exportación y comercialización de bebidas alcohólicas y analcohólicas, son aplicables las siguientes normas: (i) Ley N° 1.990 o Ley General de Aduanas y los Decretos Supremos N° 27.947 y N° 572 que incorporan modificaciones al Decreto Supremo N° 25.870 que contiene el Reglamento de la Ley General de Aduanas, que regulan el régimen de importaciones y exportaciones, (ii) Ley N° 2.061 del Servicio Nacional de Sanidad Agropecuaria e Inocuidad Alimentaria (“SENASAG”), entidad encargada de administrar el régimen de sanidad agropecuaria e inocuidad alimentaria en el país, (iii) Resolución N° 15/2018 que contiene el Reglamento para la clasificación y registro de alimentos emitida por SENASAG, (iv) Ley N° 259 sobre control al expendio y consumo de bebidas alcohólicas, y (v) Decreto Supremo N° 29.519 que regula la competencia y la defensa del consumidor.

**(viii) Segmento de operación Vinos:** Viña San Pedro Tarapacá S.A., en su carácter de sociedad anónima abierta, también se encuentra regulada por la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores, la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas y su Reglamento contenido en el Decreto Supremo N° 702 del Ministerio de Hacienda de 2011 y la normativa dictada al efecto por la CMF. A dicha sociedad y sus filiales les son aplicables, asimismo, las normas específicas relativas a las actividades y negocios que cada una realiza, siendo las principales: (i) Ley N° 18.455 que contiene normas sobre Producción, Elaboración y Comercialización de Alcoholes Etilicos, Bebidas Alcohólicas y Vinagres, reglamentada en el Decreto N° 78 del Ministerio de Agricultura de 1986, que establece, entre otras, la obligación de inscribir las bebidas alcohólicas que se comercialicen en Chile en el registro que al efecto lleva el SAG y los requisitos de rotulación, (ii) Ley N° 19.925 sobre Expendio y Consumo de Bebidas Alcohólicas, que establece la obligación de contar con patente de alcoholes para el expendio de bebidas alcohólicas, fija el horario de funcionamiento para dichos establecimientos, dispone la prohibición de venta y suministro a menores de 18 años de edad en establecimientos autorizados para el expendio de bebidas alcohólicas así como la venta, suministro o consumo en lugares determinados, y demás requisitos y condiciones para la comercialización de bebidas alcohólicas, (iii) Decreto N° 464 del Ministerio de Agricultura de 1995, sobre zonificación vitivinícola o denominación de origen para vinos que se produzcan en el país y fija normas para su utilización, estableciéndose las zonas geográficas de las cuales se



deben obtener las uvas para contar con la respectiva denominación de origen, y (iv) Ley N° 20.089, que crea el 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.

## 2.3 Principales accionistas

Los principales accionistas de Compañía Cervecerías Unidas han permanecido sin grandes variaciones en los últimos periodos, componiéndose principalmente por las siguientes personas jurídicas al 30 de junio 2021.

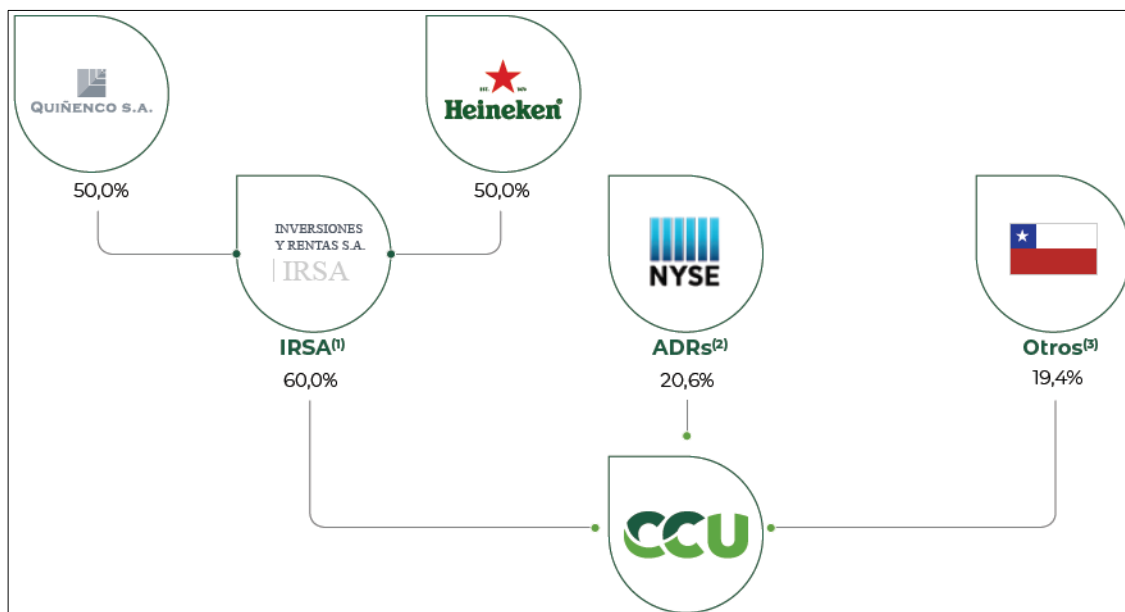
Tabla 7. Principales Accionistas de CCU al 30 de junio 2021.

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	% de propiedad (*)
INV Y RENTAS S A	59,03%
J P MORGAN CHASE BANK SEGUN CIRCULAR	20,17%
INV IRSA LTDA	6,84%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	3,13%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	2,77%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	2,65%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	0,54%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	0,45%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJ.	0,44%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA LONDON CLIENT	0,39%
BANCO SANTANDER-HSBC BANK PLC LONDON CLIENT ACCOUN	0,26%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CEP LUXEMBOURG CLIENT	0,25%

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero.

Inversiones y Rentas S.A. ("IRSA"), accionista controlador de CCU S.A., es 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. IRSA, directa e indirectamente, a través de su filial Inversiones IRSA Limitada, posee 60,00% del capital accionario de CCU S.A., tal como se detalla en la siguiente figura:

Figura 1. Estructura Societaria Resumida de CCU.



Fuente: Memoria Anual 2020 CCU.

Las acciones emitidas y pagadas de Quiñenco S.A.<sup>5</sup> son de propiedad en un 82,9% de las sociedades Andsberg Inversiones SpA, Ruana Copper A.G. Agencia Chile, Inversiones Orengo S.A., Inversiones Consolidadas Ltda., Inversiones Salta SpA, Inversiones Alaska Ltda., Inmobiliaria e Inversiones Río Claro S.A. e Inversiones Río Claro Ltda. La fundación Luksburg Foundation tiene indirectamente el 100% de los derechos sociales en Andsberg Inversiones SpA, el 100% de los derechos sociales en Ruana Copper A.G. Agencia Chile y un 99,76% de las acciones de Inversiones Orengo S.A. Andrónico Mariano Luksic Craig (RUT 6.062.786-K) y familia tienen el control del 100% de las acciones de Inversiones Consolidadas Ltda. y de Inversiones Alaska Ltda.

La familia de don Andrónico Luksic Craig tiene el 100% del control de Inversiones Salta SpA. Inmobiliaria e Inversiones Río Claro S.A. e Inversiones Río Claro Ltda. son indirectamente controladas por la fundación Emian Foundation, en la que la descendencia de don Guillermo Antonio Luksic Craig† (RUT 6.578.597-8) tiene

<sup>5</sup> Quiñenco S.A. es uno de los principales conglomerados empresariales de Chile, principal Holding de la familia Luksic, operando en diferentes rubros de la economía tanto en Chile como en otros países de la región.

intereses. No existe un acuerdo de actuación conjunta entre los controladores de la sociedad.

Heineken Chile Limitada es una sociedad de responsabilidad limitada chilena cuyo controlador actual es Heineken Americas B.V., sociedad de responsabilidad limitada holandesa, filial de Heineken International B.V., la cual es a su vez filial de Heineken N.V. El socio mayoritario de Heineken N.V. es la sociedad holandesa Heineken Holding N.V., sociedad holandesa filial de L'Arche Green N.V., la cual es filial de L'Arche Holdings B.V., esta última controlada al final por la señora C.L. de Carvalho-Heineken.

Los miembros del controlador IRSA y únicos accionistas de esta última, Quiñenco S.A. y Heineken Chile Limitada, suscribieron un Pacto de Accionistas, depositado en el Registro de Accionistas de CCU S.A., que considera restricciones para que éstos puedan adquirir acciones de CCU S.A. en forma independiente, debiendo, salvo excepciones, ser adquiridas por IRSA. Dicho Pacto de Accionistas contempla, asimismo, restricciones a la libre enajenación de acciones de IRSA por parte de los referidos accionistas, considerando derechos preferentes, entre otros.

## 2.4 Riesgos de Negocio

### 2.4.1 Relativos a Chile

#### 2.4.1.1 *Condiciones Económicas, Políticas y Sociales.*

Un 67% de los ingresos (2020) provienen de Chile, un 22% de Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay, y un 13% proviene del Segmento de operación Vinos, que incluye el mercado doméstico en Chile y Argentina y el mercado de exportaciones, por lo tanto, los resultados operacionales y posición financiera son dependientes, del nivel general de la actividad económica en Chile. Un crecimiento económico desacelerado en Chile significa un menor consumo de sus productos, lo cual se ve acrecentado en crisis económicas globales (2009 y 2020), en virtud que Chile está más expuesto a las condiciones desfavorables de los mercados internacionales.

Las demandas sociales internas, también pueden tener un impacto negativo sobre la demanda de sus productos y de terceros con los cuales efectúan negocios, dado los cambios políticos relevantes que esto puede contraer, tales como la redacción de una nueva constitución, generando alta incertidumbre.

Asimismo, una crisis global de liquidez y/o aumento en las tasas de interés podría limitar la capacidad para obtener la liquidez necesaria para cumplir con sus compromisos financieros.

#### 2.4.1.2 *Tipo de Cambio.*

Por cuanto gran parte de las materias primas están indexadas al dólar, pero también las exportaciones de vino en diferentes divisas (USD, Dólares canadienses, Euros y Libras).

## 2.4.2 Riesgos relativos a Argentina

### *2.4.2.1 Condiciones Económicas, Políticas y Sociales.*

En virtud que la empresa mantiene importantes activos en Argentina y una porción significativa de sus ingresos provienen desde Argentina; por cuanto la demanda de productos bebestibles por lo general depende de las condiciones económicas que prevalecen en el mercado local. Argentina ha sufrido recesiones, altos niveles de inflación, devaluaciones de su moneda, altas tasas de interés e importantes desaceleraciones de su economía en los últimos años, por cuanto en 2020, el PIB cayó 9,9%, explicado por la pandemia Covid-19, mientras que la inflación acumulada se ubicó en un 36,1%, acumulando un 100% desde 2017, con lo que se considerada una economía hiperinflacionaria.

Otro aspecto no menor es la devaluación del ARS dado que las filiales argentinas usan el ARS como moneda funcional, y se convierten a CLP para propósitos de consolidación, mientras que el costo de la mayoría de sus materias primas en Argentina está indexado al precio del USD. En 2020, el ARS versus USD tuvo una devaluación promedio de aproximadamente 46,7% y una devaluación al final del año (punta a punta) de 40,5%. Todo lo anterior, generó un efecto de conversión en los ingresos, costos y gastos reportados, además de presión en los costos indexados al USD.

CCU también está expuesto a regímenes tributarios en los distintos impuestos en los países donde operan, incluyendo entre otros, impuestos a la renta e impuestos específicos sobre bebidas alcohólicas y no alcohólicas. En Argentina, en 2017 se aprobó una Reforma Tributaria que, que reducía gradualmente, la tasa de impuesto a la renta para las ganancias de 35% a 25% (30% para el 2018 y 2019, y 25% desde el 2020), pero en 2019 se promulgó la Ley N° 27.541, que modificó algunos artículos de la reforma mencionada anteriormente y mantuvo por un año más, la tasa del 30% de impuesto a las ganancias y la tasa de 7% de retención sobre los dividendos. Actualmente, se discute en el Congreso argentino un proyecto de Ley para mantener dichas tasas inalteradas para el año 2021.

## 2.4.4 Crisis Hídrica

Dado que el agua es un componente esencial para la elaboración de sus productos y riego de sus campos, problemas de escasez hídrica como la que se vive hoy en Chile o una contaminación, podría afectar en forma negativa nuestras ventas y rentabilidad.

## 2.4.5 Pandemia

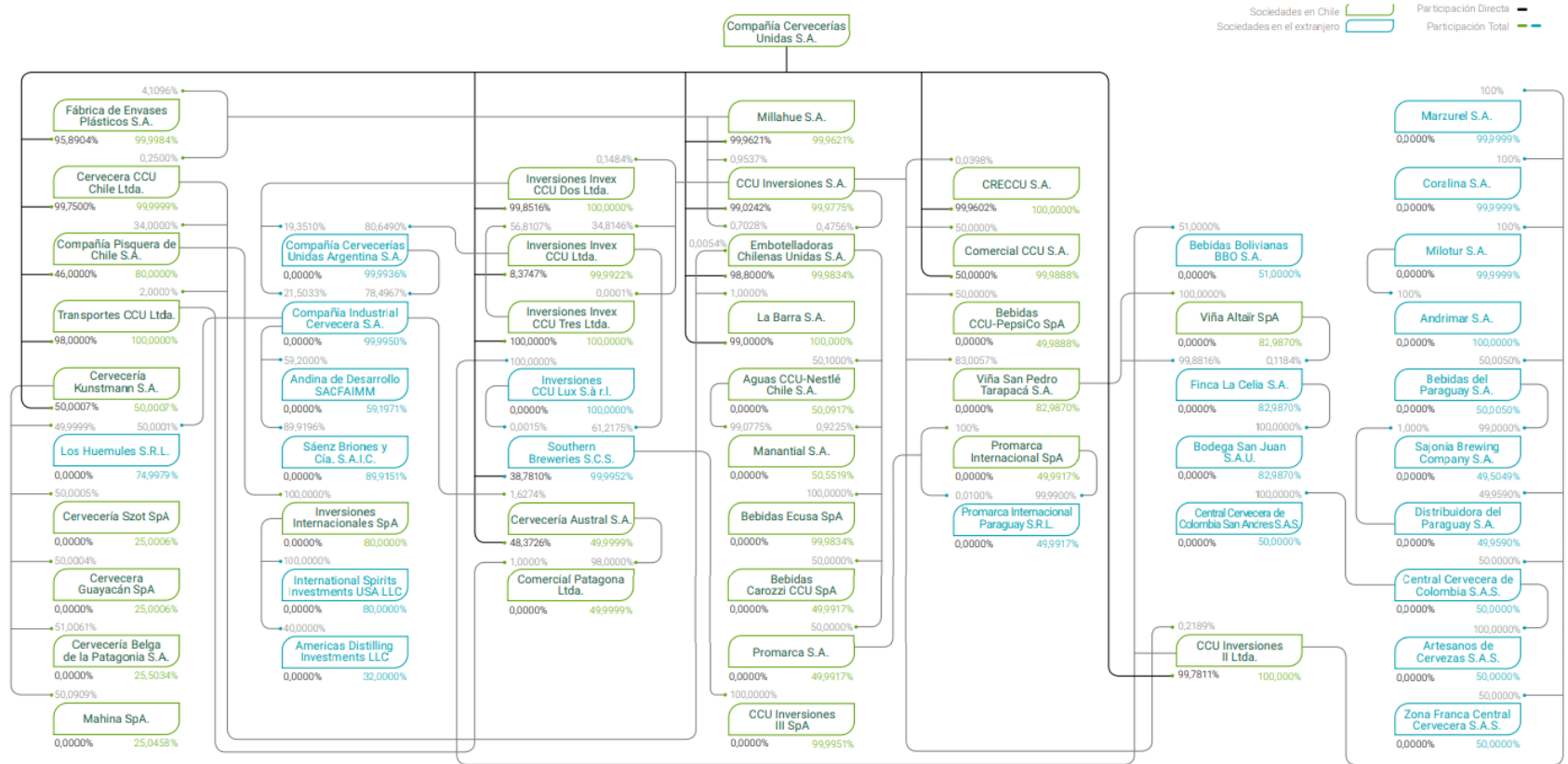
Una crisis sanitaria, pandemias o el brote de enfermedades a nivel global o regional, como es el caso del brote del Covid-19, declarado pandemia por la Organización Mundial de la Salud en marzo de 2020, podrían tener un impacto negativo en sus operaciones y posición financiera. Esto debido a que estas podrían impedir el normal funcionamiento de la operación de la Compañía, limitar su capacidad de abastecimiento, producción y distribución, y/o generar una contracción de la demanda de sus productos.

Cualquier medida restrictiva prolongada establecida para controlar un brote de una enfermedad contagiosa u otro desarrollo adverso de salud pública en cualquiera de los mercados objetivo puede tener un efecto material y adverso en las operaciones comerciales. La duración de la pandemia sigue siendo incierta en este momento y, por lo tanto, no se puede predecir el impacto que puede tener en el mundo, las economías donde opera CCU o los mercados financieros. En 2020 al igual que parte de la economía mundial, CCU no estuvo inmune a los efectos de la crisis por la pandemia, generando un impacto en términos de consumo en la región, especialmente durante el segundo y tercer trimestre, decreciendo en volúmenes un 12,0% y un 1,8%, respectivamente; sin embargo, se logró una recuperación durante el cuarto trimestre, de 10,6%, gracias a una estrategia que priorizó mantener su escala de negocios, fortaleza de sus marcas, el desarrollo del portafolio y una buena ejecución comercial se terminó el 2020 incrementando los volúmenes consolidados en un 2,2%, totalizando 30,7 millones de hectólitros.

## 2.5 Estructura Corporativa

A continuación, se presenta la composición societaria de CCU respecto a su participación en las distintas subsidiarias en Chile y los otros países donde opera:

Figura 2. Estructura Societaria (Malla) de CCU.



Fuente: Memoria Anual de CCU, 2020



## 3. FINANCIAMIENTO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

### 3.1 Deuda Financiera

A continuación, se presenta la evolución histórica de los pasivos financieros de la compañía, hasta la fecha de valoración, resumidos según el tipo, en la siguiente tabla:

Tabla 8. Deuda Financiera de CCU

Deuda Financiera (MUF) (B)	2017	2018	2019	2020	jun-21
<b>Corriente</b>	<b>2.000</b>	<b>2.277</b>	<b>2.244</b>	<b>2.378</b>	<b>2.982</b>
Préstamos bancarios	919	1.384	1.499	1.299	2.063
Obligaciones con el público	123	148	238	265	263
Obligaciones por arrendamientos financieros	7	13	0	0	0
Instrumentos financieros derivados	389	181	8	146	7
Pasivos de cobertura	69	43	28	183	170
Depósitos recibidos en garantía de envases y contenedores	494	507	469	486	479
<b>No Corrientes</b>	<b>6.008</b>	<b>8.278</b>	<b>8.250</b>	<b>14.203</b>	<b>12.402</b>
Préstamos bancarios	2.757	2.728	3.523	3.032	1.318
Obligaciones con el público	2.593	4.908	4.727	11.170	11.066
Obligaciones por arrendamientos financieros	658	637	0	0	0
Pasivos de cobertura	0	6	0	0	19
<b>Total Deuda Financiera</b>	<b>8.008</b>	<b>10.555</b>	<b>10.494</b>	<b>16.581</b>	<b>15.384</b>
IFRS 16	0	0	1.168	1.105	1.048
<b>Total Deuda Financiera Ajustada</b>	<b>8.008</b>	<b>10.555</b>	<b>11.662</b>	<b>17.686</b>	<b>16.433</b>

Fuente: Estados Financieros Auditados junio 2021, CMF.

La empresa se ha financiado históricamente principalmente por medio de Bonos y en menor medida por préstamos Bancarios. Actualmente, el Bono con el mayor vencimiento es en 2043. Se puede evidenciar una evolución al alza en la deuda de la compañía, principalmente desde 2020 en adelante, producto de la colocación de bonos no garantizados en el mercado local por un monto total de 244,5 millones de dólares (7.000.000 de unidades de fomento al 2 de julio);

- Bonos Serie L por 174,7 millones de dólares (5.000.000 de unidades de fomento), a una tasa anual de 1,20 % sobre el capital expresado en unidades de fomento y plazo de siete años (con vencimiento el 1 de junio de 2027)

- Bonos Serie M por 69,8 millones de dólares (2.000.000 de unidades de fomento), a una tasa de 1,60 % anual sobre el capital expresado en unidades de fomento y plazo de 10 años (con vencimiento el 1 de junio de 2030).

Los recursos obtenidos con la colocación de bonos de la Serie L fueron usados para refinanciar pasivos de corto plazo (33%) y para financiar parcialmente el plan de inversiones de CCU y/o filiales. En el caso de los bonos de la Serie M, los fondos se destinaron a financiar parcialmente el plan de inversiones de la compañía. Ambas líneas de bonos recibieron calificación “AA+(cl)”, perspectiva estable, de Fitch Ratings<sup>6</sup> y “AA+”, con tendencia estable, de ICR.

---

<sup>6</sup> Fitch Group, Fitch Rating o Fitch Inc es una corporación financiera cuyas divisiones incluyen Fitch Solutions, Fitch learning y BMI Research. Fitch Ratings es una agencia internacional de calificación crediticia de doble sede en Nueva York y Londres.

## 3.2 Patrimonio Económico de CCU

A continuación, se presenta la evolución del patrimonio económico de la empresa, calculado en base al precio histórico de la acción de CCU el último día hábil de cada periodo y la cantidad de acciones, resumidos en la siguiente tabla:

Tabla 9. Patrimonio económico (bursátil)

<b>Patrimonio Económico de CCU (P)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>jun-21</b>
Nº Acciones (miles)	369.503	369.503	369.503	369.503	369.503
Precio de la Acción (CLP)	8.076	7.895	6.953	5.140	7.400
<b>Patrimonio Económico de CCU (MUF)</b>	<b>111.359</b>	<b>105.829</b>	<b>90.747</b>	<b>65.338</b>	<b>92.035</b>

Fuente: Elaboración Propia en base a Estados Financieros Auditados.

La empresa ha mantenido la misma cantidad de acciones suscritas de una única serie desde 2016 a la fecha. Se puede apreciar que el Patrimonio Económico de CCU alcanza su punto máximo en 2017 cuando el precio de la acción alcanza los CLP 8,076, llegando a su mínimo valor en 2020, principalmente afectada tanto por el estallido social en 2019 Q4 y la crisis de la pandemia en 2020, que afectó severamente el consumo. Ya en 2021 Q2 se puede apreciar un repunte del valor de la acción impactando positivamente en el valor económico de CCU; principalmente explicado por la reactivación económica durante 2021, producto de la liquidez inyectada a la ciudadanía por medio de los retiros de fondos de pensiones y las ayudas estatales, tal como el ingreso familiar de emergencia entre otros.

### 3.3 Valor Económico de CCU

La siguiente tabla, señala la evolución histórica del Valor Económico de CCU, el cual corresponde al Patrimonio Económico de la compañía señalado en el punto anterior, más la deuda financiera a valor libro de la misma:

Tabla 10. Valor económico CCU

Valor Económico CCU (MUF) (V)	2017	2018	2019	2020	jun-21
Deuda Financiera Libro (B)	8.008	10.555	11.662	17.686	16.433
Patrimonio Económico (P)	111.359	105.829	90.747	65.338	92.035
<b>Valor Económico (V)</b>	<b>119.367</b>	<b>116.384</b>	<b>102.409</b>	<b>83.024</b>	<b>108.468</b>

Fuente: Elaboración propia, en base a estados financieros Auditados, CMF y EIKON.

Como se puede observar, hay una tendencia a la baja hasta el año 2020, marcada principalmente por la disminución en el valor patrimonio económico de CCU, que se vio fuertemente afectado por la disminución en el precio bursátil de la acción de CCU, producto de las expectativas pesimistas respecto al consumo, pero principalmente el 2020, por el estallido social en el último trimestre.

Tabla 11. Estructura de Capital (E.C.)

Estructura de Capital CCU (E.C.)	2017	2018	2019	2020	jun-21	E.C Histórica Promedio 2017-1S2021	E.C Histórica Promedio 2019-1S2021	E.C Histórica Promedio 2017-2019
B/V	6,71%	9,07%	11,39%	21,30%	15,15%	12,72%	15,95%	9,06%
P/V	93,29%	90,93%	88,61%	78,70%	84,85%	87,28%	84,05%	90,94%
B/P	7,19%	9,97%	12,85%	27,07%	17,85%	14,99%	19,26%	10,01%

Fuente: Elaboración propia, en base a estados financieros Auditados, CMF y EIKON.

Para el cálculo de Valor económico de CCU se tomó la deuda financiera a valor contable igual a su valor de mercado.

La estructura de Capital objetivo seleccionada corresponde al promedio entre 2017 y 2019, dado que tanto los resultados como el precio de la acción de CCU se vieron afectados por la pandemia por COVID-19, porque se estima que la estructura de capital optima fue la que mantenía los años previos a dicha fecha.

## 3.4 Estimación del costo de capital de la empresa

### Beta Patrimonial

En primer lugar, se estima el Beta apalancado de la compañía con la estructura de capital histórica. Para ello, se hizo una regresión lineal simple entre los retornos al cierre semanal de la acción entre 1 de julio de 2019 al 30 de junio de 2021 y el IGPA<sup>7</sup> en el mismo periodo, obteniéndose los siguientes datos:

Tabla 12. Datos respecto al Beta Patrimonial.

Datos Estimación del Beta de la Acción	jun-21
Beta de la acción	0,65
P-Value	< 0,05%
N° Observaciones	104
R <sup>2</sup>	0,35
Presencia Bursátil	100,00%

Fuente: Elaboración propia en base a información de EIKON e Investing.

De un total de 104 observaciones, correspondientes a los retornos semanales de cada una (Acción e IGPA), se obtuvo un beta de 0,65, con un R<sup>2</sup> de 34,49%, es decir el IGPA explicaría en un 35% el movimiento del precio de la acción de CCU; no obstante, el beta tiene p-value < 0,05%, por lo tanto significativo. Es importante señalar que la acción tiene un 100% de presencia bursátil, es decir se tranzó durante todos los días en que el mercado estuvo abierto en el periodo determinado.

**No obstante** beta anteriormente calculado, se determinó Betas en distintos rangos de tiempo (Tabla 13), dado que 2020 y 2021 particularmente pudieran estar afectados por la pandemia, escogiendo los periodo Julio 2019 – Dic 2020 y Enero 2020 – Junio 2021, **escogiendo Julio 2019 – Dic 2020 ya que poseía el R<sup>2</sup> más alto.**

Tabla 13. Betas CCU estimados para distintos rangos de tiempo.

Periodo	Beta	R <sup>2</sup>	N° Observaciones
Jul 2019 - Jun 2021	0,65	0,35	104
Jul 2019 - Dic 2020	0,75	0,44	78
Ene 2020 - Jun 2021	0,66	0,38	79

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Bolsa de Comercio de Santiago.

<sup>7</sup> Índice General de Precios de Acciones, mide las variaciones de precios de las acciones inscritas en la Bolsa de Comercio de Santiago

**El costo de la deuda (Kb)** de CCU, se determinó tomando en cuenta el historial más reciente de la tasa de mercado del Bono con mayor madurez (2043), por cuanto dicha yield, ya incorporaba completamente el impacto global de la pandemia; no obstante, la información que se recabó, desde la plataforma de EIKON para el bono en cuestión, sólo proporcionaba información hasta el 10 de Julio de 2020, tal como se muestra la siguiente figura:

Figura 3. Yield Bono CCU vencimiento 2043.



Fuente: Base de datos plataforma EIKON.

Si bien la última yield al 10 de Julio es de 1.09%, dado que toda la información de 2020 ya incorporaba en el precio del bono el impacto por la pandemia y gráficamente se ve una marcada fluctuación en el precio durante el año, tal como se aprecia en la tabla 13, con una tendencia general a la baja, sin embargo, desde inicios de Julio mostro gráficamente una tendencia al alza, considerando que en 2021 ya se sabía en el mercado que habría un ajuste al alza luego de pasa por los mínimos históricos; por tanto, se consideró el promedio total del 2020 y no la tasa más baja.

Tabla 14. Promedios Yield Bono CCU Venc. 2043 a Julio 2020.

Promedios Mensuales Yield 2020	(%)
Julio	1,00
Junio	1,05
Mayo	1,07
Abril	1,10
Marzo	1,18
Febrero	1,30
Enero	1,31
<b>Promedio 2020 (Rf)</b>	<b>1,15</b>

Fuente: Elaboración Propia, basado en información de EIKON.

**El Beta de la deuda** se calculó mediante la siguiente fórmula  $K_b = R_f + \beta_d \cdot PRM$  al despejar  $\beta_d$ . En este caso,  $R_f$  se determinó como promedio de los últimos 6 meses BCU 30 años publicado en el Banco Central hasta el 25 de Junio 2021, siendo un 1,41%.

La prima por riesgo o PRM se extrajo desde la información Damodaran al 5 de Enero 2022 para Chile, siendo un 5,47%. Como resultado se determinó un Beta de la deuda de **0,05**.

**El Beta patrimonial sin deuda** se determinó mediante la siguiente fórmula:

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

Despejando  $\beta_p^{s/d}$  y tomando  $t_c$  actual de Chile de 27% y una relación B/P en base a la E.C Histórica Promedio 2019-1S2021 y el Beta del patrimonio con deuda estimado anteriormente. Al despejar se obtuvo un Beta patrimonial sin deuda de **0,65**.

A continuación, se determinó el beta Patrimonial con deuda, considerando la estructura de capital objetivo de la empresa y utilizar la tasa de impuestos corporativa de largo plazo. Para ello, se vuelve a utilizar la fórmula:

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

Pero con la salvedad que la relación B/P será la estructura de capital objetivo antes mencionada, considerando el promedio 2017 – 2019, obteniéndose 0,71.

Antes de determinar el Costo de capital promedio ponderado (WACC), se calcula el Costo de Capital ( $K_p$ ) mediante la siguiente fórmula, haciendo uso de beta calculado en el paso anterior, obteniéndose 4,87%

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$

Finalmente, el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC, por sus siglas en inglés) se determina reemplazando la información calculada antes mediante la siguiente fórmula:

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

Dónde  $k_0$  es el costo de capital promedio ponderado,  $\frac{P}{V}$  es la razón patrimonio a valor de empresa (en función de la estructura de capital objetivo),  $k_p$  es el costo patrimonial,  $k_b$  es el costo de la deuda,  $t_c$  es la tasa de impuesto corporativo de largo plazo, y  $\frac{B}{V}$  es la razón de endeudamiento de la empresa (en función de la estructura de capital objetivo).



A continuación, se presenta un resumen con los datos antes mencionados para la estimación del costo de capital promedio ponderado (WACC):

*Tabla 15. Variables determinadas para el cálculo del WACC.*

<b>Datos</b>	<b>Valor</b>
Tasa Libre de Riesgo (rf)	1,41%
Costo Deuda (Kd)	1,15%
Tasa Impuestos (Tc)	27,00%
Beta des-apalancado (Bu)	0,65
(B/V) Objetivo	9,06%
(P/V) objetivo	90,94%
Beta Re-Apalancado (BL)	0,71
Premio Por Riesgo (PRM)	5,47%
Ke (o Kp)	5,27%
Kd x (1-Tc)	0,84%
<b>Wacc</b>	<b>4,87%</b>

*Fuente: Elaboración Propia.*

Como se ha comentado, CCU operan en varios países de Sudamérica, pero además exporta a otros países del mundo también; por lo que esta tasa puede no estar recogiendo el riesgo inherente de dichos países. Por otro lado, es importante mencionar que esta tasa de descuento puede no estar recogiendo tampoco el riesgo asociado a la incertidumbre actual en Chile producto de las próximas elecciones presidenciales y la Convención Constituyente, encargada de redactar una nueva constitución que podría eventualmente traer cambios normativos y regulatorios en la Industria donde opera CCU.

## 4. ANALISIS DEL NEGOCIO

Los presentes Estados Financieros Consolidados al 31 de diciembre de 2020 han sido preparados de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS) emitidas por el International Accounting Standards Board (IASB), las que han sido aplicadas de manera uniforme en los ejercicios que se presentan.

Los Estados Financieros Consolidados se han preparado bajo el criterio del costo histórico, modificado por la revalorización de ciertos activos financieros y pasivos financieros (incluyendo instrumentos derivados) a su valor razonable.

La preparación de los Estados Financieros Consolidados conforme a IFRS requiere el uso de ciertas estimaciones contables críticas. También exige a la Administración que ejerza su criterio profesional en el proceso de aplicación de las políticas contables de la Compañía. En Nota 3 - Estimaciones y aplicaciones del criterio profesional se revelan las materias que implican un mayor grado de juicio o complejidad o las materias donde las hipótesis y estimaciones son significativas para los Estados Financieros Consolidados a la fecha de emisión de estos Estados Financieros Consolidados se han publicado nuevas Normas, Mejoras, Enmiendas e Interpretaciones a las normas existentes que no han entrado en vigencia y que la Compañía no ha adoptado con anticipación o que ha aplicado cuando corresponde.

## 4.1 Análisis de crecimiento de la empresa (Ingresos)

La tabla 14 presenta la evolución de los ingresos de la compañía, separado en sus distintos segmentos de negocio hasta la fecha de valoración:

Tabla 16. Ingresos Consolidados por Segmento de Negocio

Segmento (MUF)	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Chile	39.074	40.252	41.127	42.750	18.501	23.263
Neg. Intern.	17.177	17.555	16.407	13.857	6.294	7.228
Vinos	7.629	7.492	7.500	8.091	3.577	3.854
Otros	-505	-607	-656	-798	537	647
<b>Total</b>	<b>63.376</b>	<b>64.692</b>	<b>64.378</b>	<b>63.900</b>	<b>28.910</b>	<b>34.993</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

A junio 2021, CCU logra mantener una tendencia positiva, con una mejora en volúmenes (+14.4%) e ingresos (+21.04%), no sólo respecto al año pasado, sino también con respecto a cifras pre-pandemia (2019), lo que se explica fundamentalmente por la recuperación del consumo, una buena ejecución de ventas y fortaleza del portafolio de marcas, junto a efectos externos netos positivos, provenientes de la apreciación de 13,1% del peso frente al dólar, impactando positivamente en los ingresos de exportación de vino en moneda extranjera, compensado por un mayor costo de las materias primas denominadas en dólar.

En 2020, los Ingresos consolidados por ventas de CCU aumentaron en un 1,9%, alcanzando UF 63.900, explicados por un alza de 2,2% en los volúmenes consolidados, compensado parcialmente por una disminución de 0,3% en los precios promedio en CLP. El mayor volumen se logró a pesar del fuerte impacto negativo de la pandemia en los volúmenes entre abril y agosto, mostrando una recuperación en forma de "v" a lo largo del año.

Tabla 17. Crecimiento (%) de los ingresos operacionales por segmento.

Segmento (%)	2017	2018	2019	2020	jun-21	Promedio
Chile	3,22%	3,01%	2,17%	3,95%	25,74%	3,09%
Neg. Intern.	22,28%	2,20%	-6,54%	-15,54%	14,84%	0,60%
Vinos	-0,19%	-1,80%	0,11%	7,88%	7,74%	1,50%
Otros	33,16%	20,26%	8,05%	21,69%	20,49%	20,79%
<b>Total</b>	<b>7,12%</b>	<b>2,08%</b>	<b>-0,48%</b>	<b>-0,74%</b>	<b>21,04%</b>	<b>1,99%</b>

\*Crecimiento versus junio 2020.

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

Al observar las tendencias, se evidencia que el segmento de Negocio Chile, principal segmento de CCU representando un 66.48% de las ventas consolidadas, es el que presenta un incremento sostenido más marcado, principalmente en junio 2021 producto de un aumento en el volumen de venta de 17,2% mientras que el segmento Negocios Internacionales creció sólo 8,4% y el segmento Vinos un 11,5%.

Tabla 18. Ponderación de los ingresos operacionales por segmento de negocio.

Segmento (MCLP)	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Chile	61,65%	62,22%	63,88%	66,90%	64,00%	66,48%
Neg. Intern.	27,10%	27,14%	25,49%	21,69%	21,77%	20,66%
Vinos	12,04%	11,58%	11,65%	12,66%	12,37%	11,01%
Otros	-0,80%	-0,94%	-1,02%	-1,25%	1,86%	1,85%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

Tabla 19. Precios (MUF) por millones de Hectolitros por segmentos de negocios.

MUF / MHL	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Chile	2,19	2,13	2,08	2,09	1,97	2,11
Neg. Internacionales	2,55	2,12	1,84	1,58	1,67	1,77
Vinos	5,33	5,39	5,38	5,26	5,21	5,03
<b>Total</b>	<b>2,44</b>	<b>2,27</b>	<b>2,14</b>	<b>2,07</b>	<b>2,09</b>	<b>2,21</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

A junio 2021 los mayores precios promedio se explicaron por: (i) un crecimiento de 10,1% en el Segmento de operación Chile, debido a un efecto mix positivo, basado principalmente en un sólido desempeño de las marcas Premium en cerveza, y la implementación de iniciativas de gestión de ingresos, (ii) una expansión de 39,1% en el Segmento de operación Negocios Internacionales, explicada por iniciativas de gestión de ingresos y efectos mix positivos en el portafolio, que más que compensaron los efectos negativos de conversión de moneda, y (iii) un aumento de 3,4% en el Segmento de operación Vinos, principalmente como consecuencia de un mejor mix en el portafolio, que más que compensó la apreciación del CLP frente al USD y su impacto negativo en los ingresos de exportación.

En 2020 en cambio, la disminución de los precios promedio se explica en gran medida por la caída del 12,1% en el Segmento de operación Negocios Internacionales

(1), ampliamente atribuible a la depreciación del peso argentino (“ARS”) frente al CLP, la cual no fue totalmente compensada con el aumento de los precios en moneda local.

Tabla 20. Ingresos operacionales por región geográfica.

Zona (MUF)	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Chile	45.774	46.779	47.417	49.425	22.157	27.518
Argentina	15.429	15.295	13.792	11.634	5.520	6.268
Uruguay	612	642	629	670	299	285
Paraguay	1.561	1.580	1.665	1.350	583	612
Bolivia	0	395	875	821	351	310
<b>Total</b>	<b>63.376</b>	<b>64.692</b>	<b>64.378</b>	<b>63.900</b>	<b>28.910</b>	<b>34.993</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

Tal como se comentó anteriormente, y en complemento a la distribución por segmento, geográficamente Chile es la principal fuente de ingresos de CCU, seguido por Argentina, y luego por Paraguay; no obstante, este último sólo representa 2.1% del total de ingresos al cierre de 2020, en comparación a Chile y Argentina con un 77.3% y 18.2% respectivamente, mientras que Uruguay y Bolivia bordean el 1%.

Tabla 21. Ponderación sobre los ingresos operacionales por zona Geográfica.

Zona (%)	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21	Promedio
Chile	72,23%	72,31%	73,65%	77,35%	76,64%	78,64%	74,84%
Argentina	24,35%	23,64%	21,42%	18,21%	19,09%	17,91%	21,11%
Uruguay	0,97%	0,99%	0,98%	1,05%	1,04%	0,81%	0,96%
Paraguay	2,46%	2,44%	2,59%	2,11%	2,02%	1,75%	2,27%
Bolivia	0,00%	0,61%	1,36%	1,28%	1,22%	0,89%	0,83%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

Históricamente Chile es el principal mercado y fuente de ingresos para CCU, representando en promedio un 74.84% del total de ventas a nivel consolidado; no obstante, se puede observar que dicha participación en los ingresos comienza a aumentar en 2018 desde 72,31% hasta un 78,64% a Junio 2021; principalmente producto de una disminución en los ingresos provenientes del mercado Argentino, su segundo mercado más relevante, mayoritariamente afectado por las económicas que vive ese país desde antes de la llegada de la pandemia en 2020, impactando en devaluación del peso argentino, junto a un deterioro de las ocasiones de consumo.

Tabla 22. Crecimiento de los Ingresos por zona Geográfica.

Zona (%)	2017	2018	2019	2020	jun-21*	Promedio
Chile	2,47%	2,20%	1,36%	4,23%	24,20%	6,89%
Argentina	23,34%	-0,87%	-9,83%	-15,64%	13,56%	2,11%
Uruguay	6,07%	4,96%	-2,09%	6,56%	-4,83%	2,13%
Paraguay	10,73%	1,26%	5,38%	-18,94%	5,07%	0,70%
Bolivia	0,00%	100,00%	121,54%	-6,20%	-11,80%	40,71%
<b>Total</b>	<b>7,12%</b>	<b>2,08%</b>	<b>-0,48%</b>	<b>-0,74%</b>	<b>21,04%</b>	<b>5,80%</b>

\*Crecimiento versus junio 2020.

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

En términos generales el principal mercado de CCU, Chile creció en promedio 6,89%; no obstante, a junio 2021 se presenta un alza de un 24.2% comparado con junio 2020, principalmente por la caída en ventas generales producto de las restricciones impuestas por la autoridad sanitaria el primer semestre 2020. Al excluir este periodo, en promedio entre 2017 – 2020 las ventas en Chile crecieron 2,57%.

Por otro lado, el segundo mercado más importante para CCU; Argentina, en promedio creció sólo un 2,11%; no obstante, al igual que en Chile, Junio/2021 se ve fuertemente influenciado por la disminución en venta el primer semestre de 2020 por la pandemia en dicho país. Al excluir este periodo, entre 2017 – 2020 las ventas disminuyeron en promedio -0,75%.

## 4.1.1 Otros ingresos por función

Si bien, los otros ingresos por función no representan históricamente, representan un % muy menor respecto a los ingresos totales de la compañía se hace necesario desglosarlos, para analizar la recurrencia de ellos y su eventual impacto en la utilidad del periodo:

Tabla 23. Apertura de Otros Ingresos por Función.

Desglose (MCLF)	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Venta de activos por función	61	89	180	17	2	6
Arriendos	20	10	11	6	5	2
Venta de vidrio	50	27	33	15	9	7
Recuperación de siniestros	28	30	3	4	3	5
Término anticipado licencia	0	7.741	0	0	0	0
Otros	91	390	571	622	278	152
<b>Total</b>	<b>251</b>	<b>8.288</b>	<b>798</b>	<b>664</b>	<b>296</b>	<b>173</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

Tabla 24. Ponderación de los ítems de otros ingresos por función.

Desglose (%)	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Venta de activos por función	24,43%	1,08%	22,51%	2,62%	0,72%	3,52%
Arriendos	7,97%	0,12%	1,40%	0,90%	1,55%	1,13%
Venta de vidrio	19,86%	0,32%	4,14%	2,20%	2,88%	4,13%
Recuperación de siniestros	11,33%	0,36%	0,37%	0,58%	1,03%	3,08%
Término anticipado licencia	0,00%	93,41%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros	36,40%	4,71%	71,59%	93,70%	93,83%	88,13%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

Tabla 25. Crecimiento de los ítems de otros ingresos por función.

Desglose (%)	2017	2018	2019	2020	jun-21*
Venta de activos por función	-38,07%	45,99%	100,85%	-90,30%	184,05%
Arriendos	37,51%	-51,65%	15,28%	-46,49%	-57,49%
Venta de vidrio	138,59%	-46,73%	24,51%	-55,79%	-16,39%
Recuperación de siniestros	26,99%	6,15%	-90,29%	30,36%	75,00%
Término anticipado licencia (1)		100,00%	-100,00%		
Otros (1)	136,59%	327,76%	46,29%	8,91%	-45,30%
<b>Total</b>	<b>28,40%</b>	<b>3205,99%</b>	<b>-90,37%</b>	<b>-16,80%</b>	<b>-41,76%</b>

\*Comparado con junio 2020.

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.



Al analizar otros ingresos por función, el único ítem con cierta permanencia sostenida corresponde a la Venta de Vidrio y Arriendos

Se observa, no obstante, que 2018 tiene un fuerte incremento en otros ingresos producto del término anticipado licencia que corresponde principalmente a efectos por el término anticipado al contrato de licencia en Argentina de la marca “Budweiser”, celebrado entre Compañía Cervecerías Unidas Argentina S.A. y Anheuser-Busch InBev S.A./N.V. en el año 2018. Esto se informó en un Hecho Esencial el 6 de septiembre de 2017 a la CMF, comunicando que CCU y Compañía Cervecerías Unidas Argentina S.A. (CCU-A), sociedad constituida bajo las leyes de la República Argentina y subsidiaria de CCU, acordaban con Anheuser-Busch InBev S.A./N.V. la oferta que implicaba dar término anticipado al contrato de licencia en Argentina de la marca “Budweiser”, celebrado entre CCU-A y Anheuser-Busch, Incorporated (hoy Anheuser-Busch LLC, una subsidiaria de ABI) con fecha 26 de marzo de 2008 (el “Contrato de Licencia”).

En virtud de lo anterior, ABI directamente o a través de cualquiera de sus subsidiarias (en adelante en conjunto el “Grupo ABI”), paga a CCU-A la cantidad de US\$ 306.000.000, Antes de impuestos.

El acuerdo incluye la transferencia de ABI a CCU-A de: (a) la propiedad de las marcas Isenbeck y Diosa. Ello no incluye ni la planta productiva de propiedad de Cervecería Argentina S.A. Isenbeck (CASA Isenbeck) ubicada en Zárate, provincia de Buenos Aires, Argentina (que continuará operando bajo la titularidad del Grupo ABI), ni los contratos con sus empleados y/o distribuidores, ni la transferencia de pasivo alguno de CASA Isenbeck; (b) la propiedad de las siguientes marcas registradas en Argentina: Norte, Iguana y Báltica; y (c) la obligación de ABI de efectuar sus mejores y razonables esfuerzos para causar que se le entregue a CCU-A la licencia de ciertas marcas de cerveza premium internacionales (en conjunto con las marcas singularizadas en el literal (b) precedente, el “Grupo de Marcas”) en el territorio argentino.

CCU-A recibirá de ABI pagos anuales de hasta US\$ 28.000.000 equivalentes a M\$ 17.107.440, antes de impuestos, en un plazo de hasta 3 años, dependiendo del volumen y del plazo que tome la transición a CCU-A de la producción y/o comercialización de las Marcas, los cuales se irán reflejando en resultados, en Ingresos, Costos y Gastos de la operación, en la medida que se vaya cumpliendo la obligación de



desempeño, de los cuales al 31 de diciembre del 2018 se han reconocido en resultado del ejercicio US\$ 19.802.868 equivalentes a M\$ 14.251.811.

## 4.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.

- **Costos de venta de productos:** Incluyen el costo de producción de los productos vendidos y otros costos incurridos para dejar las existencias en las ubicaciones y condiciones necesarias para su venta. Estos costos incluyen, entre sus principales, los costos de materias primas, costo de envasado, costos de la mano de obra del personal de producción, la depreciación de los activos relacionados a la producción, la depreciación de los envases retornables, los pagos por licencias y los costos operativos y de mantenimiento de plantas y equipos.
- **Otros gastos por función:** Comprenden, principalmente, gastos de publicidad y promoción, las depreciaciones de activos de venta, gastos de venta, gastos de marketing (conjuntos, letreros, neones en instalaciones de clientes) y las remuneraciones y compensaciones del personal de marketing y ventas.
- **Costos de distribución:** Comprenden todos aquellos gastos necesarios para entregar los productos a los clientes.
- **Gastos de administración:** Comprenden las remuneraciones y compensaciones del personal de las unidades de apoyo, las depreciaciones de oficinas, equipos, instalaciones y muebles utilizados en estas funciones, las amortizaciones de activos no corrientes y otros gastos generales y de administración.

La principal exposición a la variación de precios de materias primas se encuentra relacionada con el abastecimiento de cebada, malta y latas utilizados en la producción de cervezas, concentrados, azúcar y envases plásticos utilizados en la producción de bebidas gaseosas y vinos a granel y uvas para la fabricación de vinos y licores.

## **Malta y latas**

La Compañía en Chile se abastece de malta proveniente de productores locales y del mercado internacional (principalmente Argentina). Con los productores locales y argentinos se suscriben compromisos de abastecimiento a largo plazo, en los cuales el precio de la malta se fija anualmente en función del precio de mercado de la cebada y de los costos de fabricación establecidos en los contratos.

Las compras y los compromisos tomados exponen a la Compañía al riesgo de fluctuación de precios de estas materias primas. Por su parte CCU Argentina adquiere toda la demanda de malta de productores locales. Esta materia prima representa aproximadamente el 8% (7% al 30 de junio de 2020) del costo directo del Segmento de operación Chile.

Al 30 de junio de 2021 el costo de las latas representa aproximadamente un 21% del costo directo en el Segmento de operación Chile (17% al 30 de junio de 2020). En el Segmento de operación Negocios Internacionales, el costo de las latas representa aproximadamente un 36% del costo directo de materias primas al 30 de junio de 2021 (36% al 30 de junio de 2020).

## **Concentrados, azúcar y envases plásticos**

Las principales materias primas utilizadas en la producción de bebidas no alcohólicas son los concentrados, que se adquieren principalmente de los licenciatarios, el azúcar y las resinas plásticas en la fabricación de envases plásticos y contenedores. La Compañía se encuentra expuesta a riesgo de fluctuación en los precios de estas materias primas que representan en su conjunto aproximadamente un 29% (25% al 30 de junio de 2020) del costo directo del Segmento de operación Chile.

La Compañía no realiza actividades de cobertura sobre estas compras de materias primas.

## **Uvas y vinos**

Las principales materias primas utilizadas por la subsidiaria Viña San Pedro Tarapacá S.A. para la producción de vinos, son uvas cosechadas de producción propia y uvas y vinos adquiridos de terceros en forma de contratos de largo plazo y spot. Aproximadamente el 25% (20% al 31 de diciembre de 2020) del total del abastecimiento

de VSPT durante los últimos 12 meses, se realizó desde sus propios viñedos. Considerando el porcentaje anterior de producción propia y debido a que nuestro enfoque es el mercado de exportación, esta pasa a representar el 42% (33% al 31 de diciembre de 2020).

El 75% (80% al 31 de diciembre de 2020) del abastecimiento restante es comprado a productores en modalidad de contratos de largo plazo y spot. Durante los últimos 12 meses, VSPT compró el 60% (65% al 31 de diciembre de 2020) de la uva y vino necesario de terceros a través de contratos spot. Adicionalmente, las transacciones de largo plazo representaron un 14% (16% al 31 de diciembre de 2020) sobre el total del abastecimiento.

Debemos considerar que el vino al 30 de junio de 2021 representa el 60% (58% al 30 de junio de 2020) del costo directo total, es decir, el abastecimiento comprado a productores a través de contrato spot representa el 36% del costo directo (36% al 30 de junio de 2020).

A continuación, se presentan, de forma conjunta la apertura y evolución de los costos y gastos de administración de la empresa, a nivel consolidado:

*Tabla 26. Apertura de Costos y Gastos de administración consolidados.*

Item (MUF)	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Costos directos	21.876	23.594	24.525	26.044	11.620	13.958
Remuneraciones	8.242	8.421	8.376	9.080	4.505	4.683
Transporte y distribución	8.779	8.848	8.679	8.515	4.231	4.500
Marketing	4.836	4.281	4.164	3.642	1.769	2.339
Materiales y mantenimiento	1.723	1.691	1.743	1.843	896	926
Energía	968	1.063	1.057	965	511	474
Arriendos	594	643	452	518	292	281
Otros gastos	4.403	4.050	4.317	3.761	1.536	1.671
<b>Total</b>	<b>51.421</b>	<b>52.592</b>	<b>53.313</b>	<b>54.368</b>	<b>25.360</b>	<b>28.834</b>

*Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.*

Tabla 27. Ponderación (%) Costos y Gastos de administración consolidados sobre el total.

Item	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21	Promedio
Costos directos	42,54%	44,86%	46,00%	47,90%	45,82%	48,41%	45,40%
Remuneraciones	16,03%	16,01%	15,71%	16,70%	17,76%	16,24%	16,42%
Transp. y distrib.	17,07%	16,82%	16,28%	15,66%	16,68%	15,61%	16,59%
Marketing	9,41%	8,14%	7,81%	6,70%	6,98%	8,11%	7,92%
Materiales y manten.	3,35%	3,22%	3,27%	3,39%	3,53%	3,21%	3,38%
Energía	1,88%	2,02%	1,98%	1,78%	2,01%	1,64%	1,89%
Arriendos	1,16%	1,22%	0,85%	0,95%	1,15%	0,98%	1,08%
Otros gastos	8,56%	7,70%	8,10%	6,92%	6,06%	5,80%	7,33%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

Tabla 28. Crecimiento (%) de Costos y Gastos de administración consolidados.

Item	2017	2018	2019	2020	jun-21	Promedio
Costos directos	6,60%	7,86%	3,95%	6,19%	20,12%	8,94%
Remuneraciones	2,97%	2,18%	-0,54%	8,40%	3,97%	3,40%
Transp. y distrib.	0,55%	0,79%	-1,91%	-1,89%	6,37%	0,78%
Marketing	20,28%	-11,49%	-2,72%	-12,53%	32,22%	5,15%
Materiales y manten.	-3,62%	-1,86%	3,11%	5,73%	3,36%	1,34%
Energía	4,34%	9,84%	-0,59%	-8,67%	-7,13%	-0,44%
Arriendos	-3,89%	8,19%	-29,70%	14,50%	-3,83%	-2,94%
Otros gastos	11,06%	-8,02%	6,58%	-12,87%	8,79%	1,11%
<b>Total</b>	<b>5,86%</b>	<b>2,28%</b>	<b>1,37%</b>	<b>1,98%</b>	<b>13,70%</b>	<b>5,04%</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

Tabla 29. Ponderación (%) de Costos y Gastos de administración consolidados sobre Ingresos.

Desglose Costo (MCLP)	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21	Promedio
Costos directos	34,52%	36,47%	38,10%	40,76%	40,19%	39,89%	37,80%
Remuneraciones	13,00%	13,02%	13,01%	14,21%	15,58%	13,38%	13,68%
Transp. y distrib.	13,85%	13,68%	13,48%	13,32%	14,63%	12,86%	13,80%
Marketing	7,63%	6,62%	6,47%	5,70%	6,12%	6,69%	6,57%
Materiales y manten.	2,72%	2,61%	2,71%	2,88%	3,10%	2,65%	2,81%
Energía	1,53%	1,64%	1,64%	1,51%	1,77%	1,36%	1,57%
Arriendos	0,94%	0,99%	0,70%	0,81%	1,01%	0,80%	0,90%
Otros gastos	6,95%	6,26%	6,71%	5,89%	5,31%	4,77%	6,08%
<b>Total</b>	<b>81,14%</b>	<b>81,30%</b>	<b>82,81%</b>	<b>85,08%</b>	<b>87,72%</b>	<b>82,40%</b>	<b>83,22%</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

El Costo de Venta aumentó un 20,1%, debido a un aumento del 14,4% en los volúmenes y un incremento del 5,0% en el Costo de ventas por hectolitro. El Segmento de operación Chile reportó un crecimiento de 7,8% en el Costo de ventas por hectolitro, impulsado por efectos mix y mayores costos en materias primas, principalmente aluminio, PET<sup>8</sup> y azúcar, parcialmente compensados por la apreciación del CLP frente al USD, afectando favorablemente nuestros costos denominados en USD. En el Segmento de operación Negocios Internacionales, el Costo de ventas por hectolitro disminuyó un 1,6% en CLP, asociado con el efecto de conversión de moneda en Argentina, ya que en moneda local el Costo de ventas por hectolitro aumentó, explicado principalmente por mayores costos vinculados al USD, en gran parte debido a la devaluación del 35,9%<sup>3</sup> del peso argentino frente al USD, y un mayor costo en materias primas, principalmente aluminio. En el Segmento de operación Vinos, el Costo de ventas por hectolitro creció un 5,3%, reflejando principalmente un mayor costo del vino.

Los gastos de MSD&A crecieron en un 11,3%, consistentes con el mayor volumen y en línea con actividades de marketing en niveles previos de la pandemia, aunque como porcentaje de los Ingresos por ventas mejoraron 458 pb, debido a medidas de control de gastos a través del programa ExCCelencia CCU en todos los segmentos de operación.

La evolución por segmentos fue la siguiente: En el Segmento de operación Chile, los gastos de MSD&A crecieron un 13,0%, y como porcentaje del Ingreso por ventas disminuyeron 497 pb. En el Segmento de operación Negocios Internacionales, los gastos de MSD&A en CLP aumentaron un 7,8%, y como porcentaje del Ingreso por ventas disminuyeron 508 pb. En el Segmento de operación Vinos, los gastos de MSD&A aumentaron un 3,6%, y como porcentaje del Ingreso por ventas, mejoraron 223 pb.

---

<sup>8</sup> El tereftalato de polietileno, politereftalato de etileno, polietilenotereftalato o polietileno tereftalato es un tipo de plástico muy usado en envases de bebidas y textiles

Tabla 30. Detalle Gasto y amortización.

MCLP	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Depr. y amort.	3.441	3.384	3.710	3.778	1.931	1.808
Crecimiento (%)	8,53%	-1,64%	9,62%	1,83%	N/A	-6,37%

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

## **Costos y Gastos por Segmento de Negocio**

Tabla 31. Costos de Venta por Segmento de Negocio (MUF)

Segmento	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Chile	18.046	18.184	19.076	21.537	9.540	11.637
Neg. Int.	7.105	8.346	8.791	7.900	3.809	3.925
Vinos	4.711	4.835	4.548	4.799	2.198	2.491
Otros	-56	-166	-331	-387	-170	-220
<b>Total</b>	<b>29.806</b>	<b>31.199</b>	<b>32.085</b>	<b>33.850</b>	<b>15.376</b>	<b>17.834</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

Tabla 32. Ponderación de Costos de Venta por Segmento de Negocio (%).

Segmento	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21	Promedio
Chile	60,55%	58,28%	59,46%	63,63%	62,04%	65,25%	61,82%
Neg. Int.	23,84%	26,75%	27,40%	23,34%	24,77%	22,01%	24,19%
Vinos	15,81%	15,50%	14,18%	14,18%	14,30%	13,97%	14,74%
Otros	-0,19%	-0,53%	-1,03%	-1,14%	-1,11%	-1,23%	-0,74%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

Tabla 33. Gastos de comercialización, distribución y administración (MSD&A) por Segmento de Negocio.

MSD&A (MUF)	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Chile	14.298	14.773	15.157	15.261	7.269	7.932
Neg. Internacionales	8.409	7.640	7.423	6.516	3.462	3.605
Vinos	2.013	1.901	1.964	2.229	1.075	1.075
Otros	236	411	344	239	85	176
<b>Total</b>	<b>24.956</b>	<b>24.725</b>	<b>24.888</b>	<b>24.244</b>	<b>11.890</b>	<b>12.788</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

## 4.3 Análisis del resultado no operacional de la empresa

Tabla 34. Desglose Resultados No Operacional

(MUF)	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Ingresos financieros	188	573	463	119	71	229
Costos financieros	-902	-855	-979	-988	-466	-475
Utilidad (pérdida) de inversiones	-333	-392	-580	-290	-185	-79
Diferencias de cambio	-96	120	-320	88	221	-93
Corrección Monetaria	-4	27	-292	-15	-55	27
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>-1.146</b>	<b>-527</b>	<b>-1.708</b>	<b>-1.086</b>	<b>-414</b>	<b>-391</b>

Fuente: Elaboración propia basado en los estados financieros de la compañía.

Tabla 35. Desglose Resultados No Operacional en función de los ingresos Consolidados.

Resultado No Operacional (%)	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Ingresos financieros	0,30%	0,89%	0,72%	0,19%	0,25%	0,66%
Costos financieros	-1,42%	-1,32%	-1,52%	-1,55%	-1,61%	-1,36%
Utilidad (pérdida) de inversiones	-0,52%	-0,61%	-0,90%	-0,45%	-0,64%	-0,23%
Diferencias de cambio	-0,15%	0,19%	-0,50%	0,14%	0,77%	-0,27%
Corrección Monetaria	-0,01%	0,04%	-0,45%	-0,02%	-0,19%	0,08%
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>-1,81%</b>	<b>-0,82%</b>	<b>-2,65%</b>	<b>-1,70%</b>	<b>-1,43%</b>	<b>-1,12%</b>

Fuente: Elaboración propia basado en los estados financieros de la compañía.

El Resultado no operacional en general es negativo en todos los periodos de análisis, alcanzando MUF -391 a junio 2021; no obstante, al observar el peso de este ítem en términos de los ingresos consolidados de la compañía, parecieran no ser relevantes, oscilando entre -2.7 – 1.2%. Dentro de las cuentas, las que más destacan son los gastos financieros asociados a su deuda financiera y la participación en utilidad (pérdida) de negocios conjuntos y asociadas contabilizados por el método de la participación, que corresponde a Cervecería Austral S.A., Central Cervecera de Colombia S.A.S. y Zona Franca Central Cervecera S.A.S., en las cuales tiene una participación del 50% y no controla (en términos de derechos de voto).



## 4.4 Análisis de márgenes de la empresa

A continuación, se presenta la evolución del estado de resultados consolidado de la empresa, incluyendo el EBITDA hasta la fecha de valoración:

Tabla 36. Resumen Estados de Resultados de CCU.

<b>EERR (MUF)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>jun-20</b>	<b>jun-21</b>
Ingresos por ventas	63.376	64.692	64.378	63.900	28.910	34.993
Costos de ventas	-	-	-	-	-	-
<b>Margen Bruto</b>	<b>33.570</b>	<b>33.493</b>	<b>32.293</b>	<b>30.050</b>	<b>13.533</b>	<b>17.159</b>
Otros ingresos, por función	251	8.288	798	664	296	173
Costos de distribución	-	-	-	-	-5.733	-6.113
Gastos de administración	10.830	11.405	11.570	11.596	-2.340	-2.262
Otros gastos, por función	-5.318	-5.528	-4.838	-4.775	-3.840	-4.433
Otros gastos, por función	-8.907	-7.844	-8.530	-7.924	-3.840	-4.433
Otras ganancias (pérdidas)	-288	146	112	-392	190	23
<b>EBIT</b>	<b>8.477</b>	<b>17.150</b>	<b>8.264</b>	<b>6.026</b>	<b>2.106</b>	<b>4.548</b>
Ingresos financieros	188	573	463	119	71	229
Costos financieros	-902	-855	-979	-988	-466	-475
Utilidad (pérdida) de inversiones	-333	-392	-580	-290	-185	-79
Diferencias de cambio	-96	120	-320	88	221	-93
Resultado por unidades de reajuste	-4	27	-292	-15	-55	27
<b>Utilidad (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>7.332</b>	<b>16.622</b>	<b>6.557</b>	<b>4.940</b>	<b>1.692</b>	<b>4.157</b>
Impuestos a las ganancias	-1.805	-4.938	-1.412	-1.218	-567	-1.060
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>5.527</b>	<b>11.684</b>	<b>5.145</b>	<b>3.722</b>	<b>1.125</b>	<b>3.097</b>
<b>EBITDA</b>	<b>13.188</b>	<b>21.985</b>	<b>12.813</b>	<b>10.825</b>	<b>4.304</b>	<b>7.039</b>

Fuente: Elaboración propia en base los estados financieros históricos de la compañía.

Se aprecia que, si bien hay un peak en términos de utilidad neta de la compañía en 2018, lo cual estuvo influenciado por los otros ingresos, comentados anteriormente, producto del término anticipado licencia que corresponde principalmente a efectos por el término anticipado al contrato de licencia en Argentina de la marca "Budweiser, hay en términos generales una tendencia a la baja respecto a la utilidad, por un efecto combinado entre menos pecios por hectárea pero también costos de ventas que se mantienen altos, pese a los menores ingresos.

El desglose en términos porcentuales respecto a los ingresos de cada ítem del estado de resultado de presentan en la siguiente tabla:

Tabla 37. Descomposición % del Estado de Resultados.

EERR	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Ingresos por ventas	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de ventas	-47,03%	-48,23%	-49,84%	-52,97%	-53,19%	-50,96%
<b>Margen Bruto</b>	<b>52,97%</b>	<b>51,77%</b>	<b>50,16%</b>	<b>47,03%</b>	<b>46,81%</b>	<b>49,04%</b>
Otros ingresos, por función	0,40%	12,81%	1,24%	1,04%	1,03%	0,49%
Costos de distribución	-17,09%	-17,63%	-17,97%	-18,15%	-19,83%	-17,47%
Gastos de administración	-8,39%	-8,54%	-7,52%	-7,47%	-8,09%	-6,46%
Otros gastos, por función	-14,05%	-12,13%	-13,25%	-12,40%	-13,28%	-12,67%
Otras ganancias (pérdidas)	-0,45%	0,23%	0,17%	-0,61%	0,66%	0,07%
<b>EBIT</b>	<b>13,38%</b>	<b>26,51%</b>	<b>12,84%</b>	<b>9,43%</b>	<b>7,28%</b>	<b>13,00%</b>
Ingresos financieros	0,30%	0,89%	0,72%	0,19%	0,25%	0,66%
Costos financieros	-1,42%	-1,32%	-1,52%	-1,55%	-1,61%	-1,36%
Utilidad (pérdida) de inversiones	-0,52%	-0,61%	-0,90%	-0,45%	-0,64%	-0,23%
Diferencias de cambio	-0,15%	0,19%	-0,50%	0,14%	0,77%	-0,27%
Resultado por unidades de reajuste	-0,01%	0,04%	-0,45%	-0,02%	-0,19%	0,08%
<b>Utilidad (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>11,57%</b>	<b>25,69%</b>	<b>10,18%</b>	<b>7,73%</b>	<b>5,85%</b>	<b>11,88%</b>
Impuestos a las ganancias	-2,85%	-7,63%	-2,19%	-1,91%	-1,96%	-3,03%
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>8,72%</b>	<b>18,06%</b>	<b>7,99%</b>	<b>5,82%</b>	<b>3,89%</b>	<b>8,85%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>20,81%</b>	<b>33,98%</b>	<b>19,90%</b>	<b>16,94%</b>	<b>14,89%</b>	<b>20,12%</b>

Fuente: Elaboración propia en base los estados financieros históricos de la compañía.

Respecto a junio 2021 se observa que el Costo de Venta aumentó un 35,8%, debido a un aumento del 30,5% en los volúmenes y un incremento del 4,1% en el Costo de ventas por hectolitro. El Segmento de operación Chile reportó un crecimiento de 3,1% en el Costo de ventas por hectolitro, impulsado por efectos mix y mayores costos en materias primas, principalmente aluminio, PET y azúcar, parcialmente compensados por la apreciación del CLP frente al USD, afectando favorablemente nuestros costos denominados en USD. En el Segmento de operación Negocios Internacionales, el Costo de ventas por hectolitro aumentó un 15,0% en CLP, explicado principalmente por mayores costos vinculados al USD, en gran parte debido a la devaluación del 35,9% del ARS frente al USD, y un mayor costo en materias primas, principalmente aluminio.

En el Segmento de operación Vinos, el Costo de ventas por hectolitro creció un 6,1%, reflejando principalmente un mayor costo del vino. Dado todo lo anterior, el Margen bruto alcanzó 49,09%.

Los gastos de MSD&A crecieron en un 27,7%, consistentes con el mayor volumen y en línea con actividades de marketing en niveles previos a la pandemia, aunque en términos de % sobre las ventas mejora, debido a medidas de control de gastos a través del programa ExCCelencia CCU. Particularmente, en el segmento de operación Chile, los gastos de MSD&A crecieron un 32,3%, en el segmento de operación Negocios Internacionales, aumentaron un 24,7%, y en segmento de operación Vinos, los gastos de MSD&A aumentaron un 5,9%.

El EBIT alcanzó MUF 4,558, versus MUF 2.106, debido principalmente a mayores volúmenes, un alza en el Margen bruto como porcentaje de los Ingresos por ventas, y eficiencias del programa ExCCelencia CCU.

El EBITDA crece a MUF 7.039 impulsado por todos nuestros Segmentos de operación, de la siguiente manera: un aumento del 136,1% en el Segmento de operación Chile, una mejora de 81,2% en el Segmento de operación Negocios Internacionales, y una expansión del 4,1% en el Segmento de operación Vinos.

La Utilidad neta totalizó una ganancia de MUF 3.097, frente a MUF 1.125 a junio 2020, que se explica por las razones descritas anteriormente.

## 4.5 Análisis de los activos de la empresa

### 4.5.1 Activos operacionales y no operacionales

Para efectos del análisis de generación de la compañía en relación a aquellos activos que contribuyen a la operación de la compañía, es decir generan valor, se hace el siguiente desglose y/o clasificación:

Tabla 38. Clasificación activos de CCU.

Activos (MUF)	jun-21	Operacional	No Operacional
<b>Activos Corrientes</b>			
Efectivo y equivalentes al efectivo	12.622		X
Otros activos financieros	516		X
Otros activos no financieros	748	X	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	7.385	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	118	X	
Inventarios	9.908	X	
Activos biológicos corrientes	43	X	
Activos por impuestos corrientes	585		X
<b>Total activos corrientes distintos de activos mantenidos para la venta</b>	<b>31.924</b>		
Activos no corrientes mantenidos para la venta	73		X
<b>Total activos no corrientes mantenidos para la venta</b>	<b>73</b>		
<b>Total activos corrientes</b>	<b>31.997</b>		
<b>Activos no corrientes</b>			
Otros activos financieros	580		X
Otros activos no financieros	312	X	
Cuentas por cobrar no corrientes	102	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	3	X	
Inversiones contabilizadas por método de la participación	4.030	X	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	4.531	X	
Plusvalía	4.059		X
Propiedades, plantas y equipos (neto)	37.895	X	
Propiedades de inversión	276	X	
Activos por derechos de uso	821	X	
Activos por impuestos diferidos	1.306		X
Activos por impuestos corrientes, no corrientes	0		X
<b>Total activos no corrientes</b>	<b>53.915</b>		
<b>Total activos</b>	<b>85.912</b>		

Fuente: Elaboración propia en base los estados financieros históricos de la compañía.

## **Argumentos Clasificación Activos No operacionales:**

- **Efectivo y equivalentes al efectivo:** Representa un exceso de efectivo, ya que mantiene un nivel superior al necesario para el desarrollo normal de la compañía.
- **Otros activos financieros – Corrientes:** Representan inversiones de corto plazo provenientes del exceso de efectivo, ya que mantiene un nivel superior al necesario para el desarrollo normal de la compañía.
- **Otros activos financieros - No corrientes:** Representan inversiones de largo plazo provenientes del exceso de efectivo, ya que mantiene un nivel superior al necesario para el desarrollo normal de la compañía.
- **Activos no corrientes mantenidos para la venta:** Activos en desuso, no relevantes para la generación de flujo operacional de la compañía, que la empresa espera vender, por lo tanto, prescindibles.
- **Propiedades de inversión:** Revisar si son inversiones en asociadas, pero sin control sobre ellas.
- **Impuestos por activos diferidos:** Corresponden a ajustes contables provenientes de la diferencia entre las normas financieras y las normas tributarias; por lo que no ayudan en la generación del flujo operacional de la compañía.
- **Plusvalía:** Al ser un activo intangible no identificable y corresponde al exceso que se paga por sobre el valor de una inversión, por lo tanto, no es posible determinar o cuantificar si aporta en la generación de flujos operacionales de la compañía, al no verse una sinergia cuantificable entre las compañías del grupo.

## 4.5.2 Capital de trabajo operativo neto

Tabla 39. Capital de Trabajo Operacional Neto.

MUF	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
<b>Activos Operacionales Corrientes</b>	<b>19.330</b>	<b>21.010</b>	<b>20.049</b>	<b>18.521</b>	<b>18.712</b>	<b>18.201</b>
Otros activos no financieros	591	684	791	526	723	748
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	10.680	11.634	10.597	9.473	7.637	7.385
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	217	111	116	183	89	118
Inventarios	7.537	8.273	8.210	7.975	10.224	9.908
Activos biológicos corrientes	304	308	334	364	40	43
<b>Pasivos Operacionales Corrientes</b>	<b>11.879</b>	<b>12.425</b>	<b>12.223</b>	<b>13.273</b>	<b>8.689</b>	<b>13.450</b>
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	10.511	11.006	10.832	11.163	7.429	11.634
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	376	252	317	634	313	740
Otras provisiones a corto plazo	13	15	107	103	105	88
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	979	1.153	966	1.373	843	988
<b>CTON</b>	<b>7.451</b>	<b>8.585</b>	<b>7.826</b>	<b>5.249</b>	<b>10.023</b>	<b>4.751</b>
<b>RCTON</b>	<b>11,76%</b>	<b>13,27%</b>	<b>12,16%</b>	<b>8,21%</b>	<b>34,67%</b>	<b>13,58%</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

Se observa que el RCTON<sup>9</sup> históricamente ha representado alrededor de un 11.35% promedio entre 2017 y 2020, mientras que para junio 2021 sube a 13.58% que al compararse con el mismo periodo del año anterior de 34.67% es bastante menor. Esto se explica por el incremento inventarios por el lado de los activos corrientes operacionales, dado la pandemia, y efecto de arrastre de la crisis por estallido social, se genera un leve sobre stock, pero el principal efecto es debido a una disminución importante en las cuentas por pagar, con un cambio en la política de la empresa.

En términos de necesidades de la compañía se aprecia que la empresa mantiene siempre un capital de trabajo positivo, por lo cual es capaz de cubrir periódicamente sus necesidades de capital para financiar su operación.

<sup>9</sup> La sigla CTON corresponde Capital de trabajo Operacional Neto y RCTON a Razón CTON respecto a Ventas.

## 4.5.3 Inversiones

Las compras y/o inversiones históricas tanto de propiedad como de intangibles, se extraen del Flujo de Caja de la compañía de cada balance publicado, como se ve a continuación:

Tabla 40. Inversiones históricas de CCU

MUF	2016	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
Compras de Propiedades	4.770	4.610	4.657	4.757	4.025	2.259	2.317
Compras de intangibles	121	84	112	206	199	86	68
<b>Total Compras</b>	<b>4.892</b>	<b>4.693</b>	<b>4.768</b>	<b>4.962</b>	<b>4.224</b>	<b>2.345</b>	<b>2.385</b>
Ingresos Operacionales	59.166	63.376	64.692	64.378	63.900	28.910	34.993
Compras / Ingresos Op.(%)	8,2%	7,4%	7,4%	7,7%	6,6%	8,1%	6,8%
Depr.y Amort.	3.170	3.441	3.384	3.710	3.778	1.931	1.808
<b>Total Compras / Dep. &amp; Amort. (%)</b>	<b>154,3%</b>	<b>136,4%</b>	<b>140,9%</b>	<b>133,8%</b>	<b>111,8%</b>	<b>121,5%</b>	<b>131,9%</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en los estados financieros de la empresa.

Para distinguir entre inversiones de reposición y de crecimiento (Aquellas que incrementan la generación de flujos de la compañía) se debe observar la relación entre el gasto de depreciación y amortización sobre el total de inversiones históricas. En este caso, se evidencia que las inversiones son siempre mayores a la depreciación y amortización, por lo tanto, se puede inferir, que la empresa invierte más allá que sus necesidades de reposición, con un promedio de 132.9%, siendo el diferencial por sobre el 100% las nuevas inversiones de la compañía. Es importante señalar, no obstante, que desde 2019 en adelante, la empresa adoptó la nueva norma IFRS 16<sup>10</sup> la cual incorpora en sus activos, los arriendos operativos (derechos de uso) con su respectiva depreciación.

Durante los periodos previos hasta 2020, las inversiones fueron principalmente destinadas a aumentar capacidad, mejorar la calidad de los procesos productivos, apoyar la innovación, introducir mejoras medioambientales y dar soporte a los procesos de ejecución en el mercado, mientras que para 2021 planearon invertir un monto de MUF 6,546, con un 79% destinado a Chile, que incluye parte de la construcción de la

<sup>10</sup> Norma Internacional de Información Financiera promulgada por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad que proporciona orientación sobre la contabilidad de los arrendamientos.

nueva planta productiva en Santiago de Chile y otras inversiones para ampliaciones de capacidad en sus negocios en Chile y Argentina.

Tabla 41. Plan de Inversiones de CCU en MUF (UF al 30 junio 2021 CLP 29,709,83)

Segmento de Negocio	2021	2022	2023	2024
Chile	4.480	3.036	2.302	2.312
Negocios Internacionales	1.351	869	910	1.305
Vinos	435	718	533	668
Otros	280	114	98	98
<b>Total</b>	<b>6.546</b>	<b>4.737</b>	<b>3.843</b>	<b>4.382</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en la Memoria de CCU 2020.

La empresa pública en anualmente en sus memorias, el plan de inversiones para un horizonte de 4 años, el cual al compararse con las compras de propiedad e intangibles históricas, se observa cierta un orden de magnitud similar, en promedio a los MUF 4,000; no obstante, en 2021 la compañía planea incrementar levemente su capacidad de producción, con una inversión sobre el promedio histórico.



## 4.6 Análisis de crecimiento de la Industria

### 4.6.1 Cerveza

#### 4.6.1.1 Chile

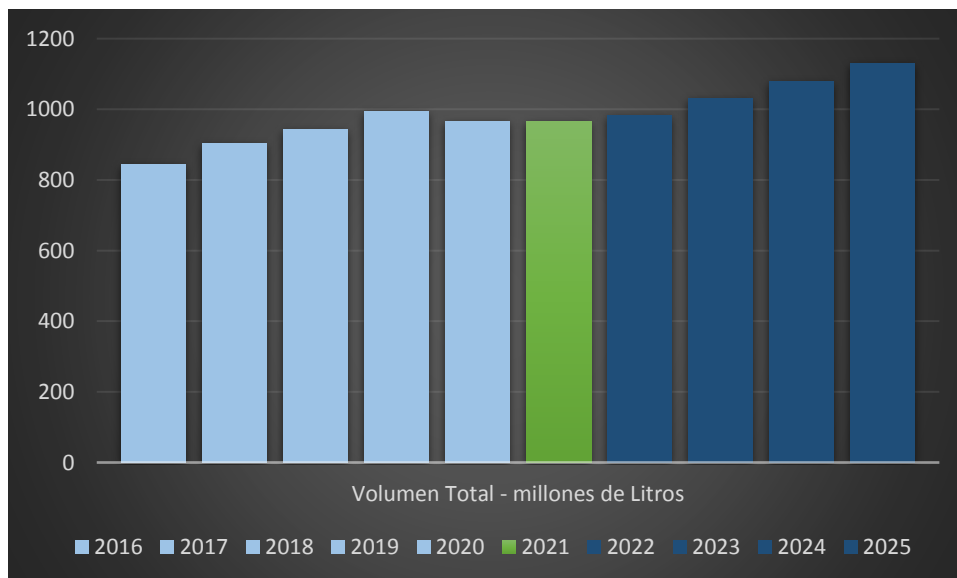
Para el análisis de Industria, se consideró como principal fuente de información, la proveniente de Euromonitor, por cuanto presentaba el mayor detalle respecto los distintos segmentos donde opera CCU y también provee una proyección respecto a la demanda futura con un horizonte de tiempo acorde a lo requerido para la valoración. Para ellos, se separó el análisis en cuanto a Chile, su principal mercado, y Argentina, su segundo mayor mercado. A continuación, se muestra la evolución en términos de volumen y proyección de la venta de cerveza en Chile.

Tabla 42. Evolución y Forecast Venta de Cerveza en Chile, en millones de litros.

Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Volumen Total	844,2	905,3	944,1	996,8	967	966,4	985	1032	1080	1131
% Crec. Anual	9,7	7,2	4,3	5,6	-3	-0,1	1,9	4,8	4,7	4,6

Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

Grafico 1. Evolución y Forecast Venta de Cerveza en Chile, en millones de litros.



Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

Tabla 43. Participación de Mercado Venta de Cerveza en Chile para el 2020.

Compañía	% Participación
Cía Cervecerías Unidas SA	66.3
Cervecería Chile SA	28.8
Comercial Peumo Ltda	0.9
Exportadora e Importadora de Liquidos RCR Ltd	0.4
Cencosud Retail SA	0.3
Viña Concha y Toro SA	0.1
Cooperativa Agrícola Pisquera de Elqui Ltda	0.0
Distribución y Excelencia SA	0.0
Others	3.2

Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

### Principales Puntos de Análisis<sup>11</sup>:

- El bloqueo afecta al canal de hostelería, arrastrando los resultados generales de la cerveza a la baja.
- Las ventas totales en volumen disminuyen un 3% hasta los 967 millones de litros en 2020
- La cerveza sin alcohol sigue siendo la más dinámica, con un crecimiento del 12% del volumen total en 2020
- El precio por unidad desciende un 10% en 2020, impulsado por el aumento de la cuota de la cerveza económica y los tamaños de envase más grandes
- Cía Cervecerías Unidas sigue dominando las ventas de cerveza con una cuota de volumen total del 66% en 2020
- Se espera una CAGR del 3% en volumen total durante el periodo de previsión para alcanzar unas ventas de 1.100 millones de litros en 2025.

### Las restricciones afectan a la cerveza, ya que el canal de hostelería registra un descenso de dos dígitos.

Las restricciones aplicadas en Chile como parte de la estrategia para frenar los contagios de COVID-19, impactaron fuertemente en las ventas de cerveza en el país, lo que se tradujo en un fuerte descenso en el canal on-trade, y en la caída de las ventas en general. A pesar del aumento del consumo registrado en el canal off-trade, el cierre

<sup>11</sup> En base a análisis de Industria de Euromonitor, principal proveedor independiente de estudios estratégicos de mercado del mundo.

de negocios no esenciales y las restricciones operativas durante gran parte de 2020 afectaron a bares y restaurantes, que tuvieron que cerrar sus operaciones por completo o adaptarse a soluciones de comida para llevar/entrega, ambos escenarios negativos para las ventas de cerveza, que estos puntos de venta representan una buena proporción del consumo local.

Como los consumidores también se vieron afectados por el impacto económico de las medidas adoptadas para controlar la propagación del virus, no sólo aumentó la migración entre categorías, intensificando el desplazamiento del vino hacia categorías más baratas como la cerveza, sino que también aumentó la migración entre segmentos de precios dentro de la cerveza, con la cerveza rubia económica nacional quitándole cuota a los segmentos de precio premium y medio nacionales e importados.

### **Las ventas en línea prosperan mientras los consumidores evitan las largas colas en los supermercados.**

Registrando un fuerte crecimiento en 2020, el canal de comercio electrónico fue uno de los "ganadores" en la categoría de cervezas durante la pandemia, con empresas que se apresuraron a adaptarse a la nueva tendencia, ya que los consumidores buscaban formas de evitar las largas filas y el miedo a las infecciones que rodeaban las compras en los supermercados. Grandes empresas como CCU, que lanzó su sitio web [labarra.cl](http://labarra.cl) justo antes de la pandemia, lograron liderar la tendencia agregando no sólo sus propias marcas de cerveza, sino que abriendo sus estantes virtuales a otras cervecerías más pequeñas.

Otro acontecimiento importante en 2020 fue el acuerdo firmado entre Coca-Cola Andina y Embonor, ambas distribuidoras locales de la marca Coca-Cola, y Cervecería Chile, representante local de AB InBev, por el que Coca-Cola acordó distribuir localmente la cartera de cervezas de AB InBev, compuesta por marcas como Becker, Corona, Stella Artois, Cusqueña, Budweiser y Quilmes. Además, al contar con una fuerte y amplia capacidad de comercio electrónico a través de su sitio web [micocacola.cl](http://micocacola.cl), la empresa contribuyó a aumentar la penetración online de las ventas de cerveza.

Al igual que Casa de la Cerveza, una empresa local que experimentó un fuerte crecimiento en sus ventas online, las cervecerías más pequeñas tuvieron que adaptarse

para sobrevivir y vender sus productos, que se habían topado con un bloqueo con las restricciones implementadas, ya que los bares y restaurantes eran sus principales clientes. Con el aumento de la tasa de penetración de Internet en América Latina, el mercado chileno se está acostumbrando al aspecto de la compra planificada de las ventas en línea, y las empresas de diversos tamaños ya habían comprendido la necesidad y la creciente importancia de contar con sólidas operaciones de comercio electrónico.

### **Las cervecerías artesanales innovan para salvar su producción.**

Inicialmente relacionado con las marcas de consumo masivo, el formato de lata ha empezado a extenderse a las cervecerías más pequeñas. La pandemia y las subsiguientes restricciones aplicadas afectaron fuertemente a la cerveza artesanal.

Conocida por depender en gran medida de las ventas a través de bares y restaurantes, con el formato de cerveza de barril que representa la mayor parte de la producción de los actores de la cerveza artesanal, la pérdida de las ocasiones de consumo en el sector de la hostelería significó que las cervecerías en crecimiento e independientes tuvieron que reinventarse.

Apoyados por la caída de los costes de producción de las latas, debido al abaratamiento de la maquinaria y a la existencia de empresas que pueden subcontratar el proceso de enlatado para las cervecerías que no tienen esta capacidad, los productores de cerveza artesanal consiguieron salvar su producción cambiando el formato de su producto por otro más fácil de transportar y distribuir, más limpio y con una vida útil más larga. Estas cervecerías más pequeñas también se están aliando con otras empresas que tienen capacidad de embotellado ociosa.

### **Recuperación y oportunidades**

La salida del confinamiento impulsará los volúmenes de consumo durante el periodo previsto. A medida que la pandemia avanza, con las campañas de vacunación masiva en curso en el primer semestre de 2021, la cerveza en Chile va a iniciar su proceso de recuperación. El canal on-trade, que comenzó a reabrirse para el consumo local en septiembre de 2020 después de un largo cierre, registrará un crecimiento marginalmente positivo en 2021, mientras que el canal off-trade, que continuó viendo un

crecimiento positivo durante la pandemia en 2020, registrará un ligero descenso en 2021. Aunque es probable que se mantengan algunas medidas restrictivas, como las cuarentenas que afectan a los municipios con altos índices de casos, se espera que en 2023 se vuelva a los niveles de ventas anteriores a la pandemia en términos de volumen total.

### **La producción local aumenta a medida que se incrementan los costes de las importaciones.**

Con la recuperación prevista en el periodo de previsión, los principales actores CCU y AB InBev están invirtiendo en el aumento de su capacidad de producción. Habiendo comenzado ya, debido a los costes de importación, a producir localmente marcas, como Becker, que antes se importaban total o parcialmente, AB InBev comenzó a ampliar su centro de fabricación en 2019, con el objetivo de triplicar su capacidad. Dado el impacto de los disturbios sociales y la pandemia, la apertura del sitio ampliado se retrasó, pero se espera alcanzar los 3,3 millones de hectolitros en 2022. La empresa local CCU también anunció una inversión para aumentar su capacidad de producción tanto en Chile como en Argentina

### **La expansión de los bares de cerveza fomenta el consumo de cerveza artesanal**

Los bares de cerveza, un movimiento que se ha ido extendiendo no sólo en la principal ciudad del país, Santiago, sino también en otras regiones, va a seguir desarrollándose con la reapertura del canal de hostelería y la reanudación del consumo de cerveza de barril. Estos bares, que suelen tener varias marcas de cerveza pequeñas en sus grifos, y que también pueden llevar el nombre de cervecerías locales como Kuntsmann, Kross o Guayacán, se presentan como una oportunidad para poner a los consumidores en contacto con marcas emergentes.

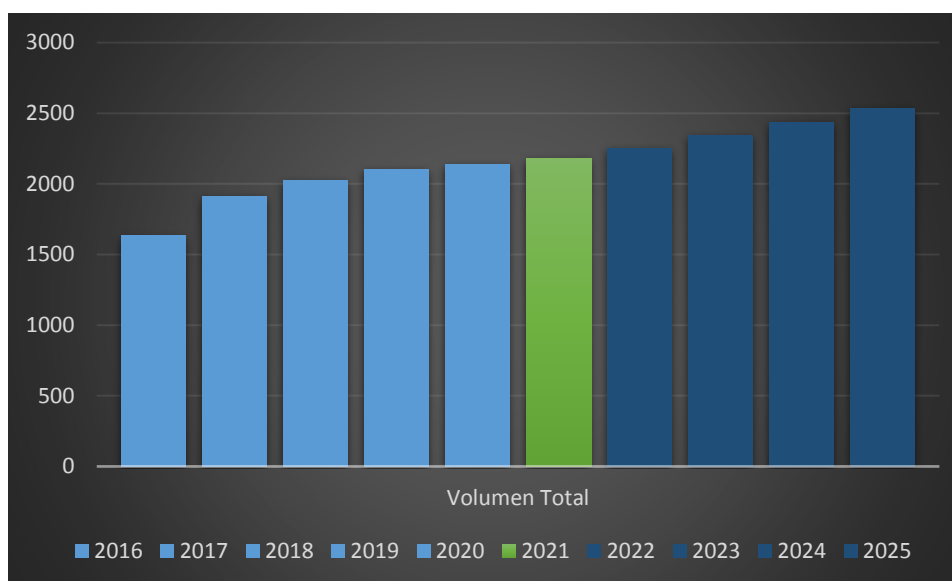
## 4.6.1.2 Argentina

Tabla 44. Evolución y Forecast Venta de Cerveza en Argentina, en millones de litros.

Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Volumen Total	1635,7	1912,5	2029,6	2107,8	2141,3	2181,4	2254,9	2344,1	2439,7	2535,2
% Crec. Anual	-5,2	16,90	6,10	3,90	1,60	1,90	3,40	4,00	4,10	3,90

Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

Gráfico 2. Evolución y Forecast Venta de Cerveza en Argentina, en millones de litros.



Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

Tabla 45. Participación de Mercado Venta de Cerveza en Argentina para el 2020.

Compañía	% Participación
Cervecería y Maltería Quilmes SA	59.2
Cía Cervecerías Unidas SA	32.1
Día Argentina SA	0.8
Milton SA	0.2
Frutapac Argentina SA	0.1
Jumbo Retail SA	0.1
Cervecería Argentina SA Isenbeck	0.0
Otros	7.5

Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

## **Principales Puntos de Análisis:**

- La COVID-19 tiene un fuerte impacto en las ventas del sector hostelero en 2020, ya que el cierre de todas las instalaciones públicas provoca un descenso de dos dígitos, mientras que las ventas del sector no hostelero se ven impulsadas.
- Las ventas totales de cerveza en volumen aumentan un 2% en 2020, hasta alcanzar los 2.100 millones de litros.
- La cerveza sin alcohol impulsa el mayor crecimiento en volumen en 2020, con un aumento del 28%.
- El precio medio unitario de la cerveza aumenta un 9% en términos corrientes en 2020
- Cervecería y Maltería Quilmes SA lidera la cerveza con una cuota de volumen total del 59% en 2020, seguida de Cía Cervecerías Unidas SA con un 32%.
- Se espera que el volumen total de ventas de cerveza aumente con una CAGR del 3% durante el período de previsión, hasta alcanzar los 2.500 millones de litros en 2025.

## **Recuperación y Oportunidades**

### **Es probable que el crecimiento aumente durante el periodo de previsión gracias a la pre-inmunización**

Se espera que el volumen total de ventas de cerveza aumente durante el periodo de previsión, aunque la TACC prevista será probablemente inferior a la del periodo de revisión. A pesar de la pandemia del COVID-19 y del cambio en el comportamiento de los consumidores, se prevé que la tendencia a la pre-miumización siga expandiéndose durante el periodo de previsión, ya que los consumidores argentinos son propensos a los gustos de alta calidad y a las nuevas ocasiones de consumo. Además, es probable que las multinacionales cerveceras sigan innovando en nuevos sabores de cerveza, similares a los de la cerveza artesanal, con el fin de mejorar su rentabilidad, y que utilicen sus importantes presupuestos publicitarios para comercializar sus productos. Además, debido a que casi un tercio de las marcas de cerveza artesanal serán retiradas definitivamente del mercado como consecuencia del desplome de las ventas en hostelería durante el brote de COVID-19 en 2020, existe una magnífica oportunidad para que las principales cerveceras sustituyan estas marcas abriendo nuevos brewpubs y

ampliando sus carteras de cervezas Premium. En consecuencia, se espera que la cerveza ale, en particular, experimente un crecimiento excepcional en volumen durante el periodo de previsión, aunque partiendo de una base baja.



## 4.6.2 Vinos

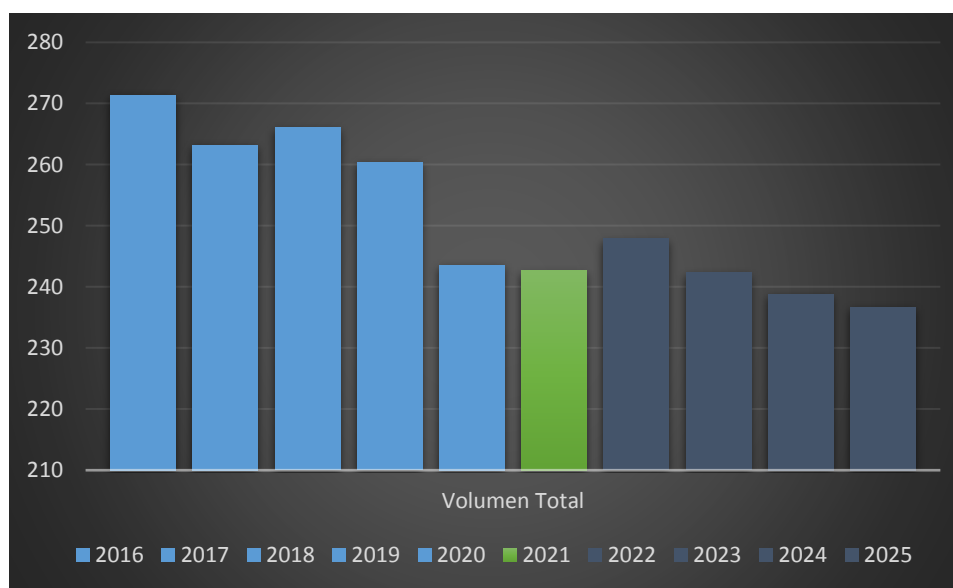
### 4.6.2.1 Chile

Tabla 46. Evolución y Forecast Venta de Vinos en Chile, en millones de litros.

Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Volumen Total	271,4	263,2	266,1	260,4	243,6	242,6	247,9	242,3	238,8	236,7
% Crec. Anual	14	-3,00	1,10	-2,20	-6,50	-0,40	2,20	-2,30	-1,50	-0,90

Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

Grafico 3. Evolución y Forecast Venta de Vinos en Chile, en millones de litros.



Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

Tabla 47. Participación de Mercado Venta de Vinos en Chile para el 2020.

Compañía	% Participación
Viña San Pedro Tarapacá SA	29.1
Viña Santa Rita SA	26.7
Viña Concha y Toro SA	26.1
Viña Undurraga SA	3.6
Viña Valdivieso SA	1.7
Viña Mar de Casablanca SA	1.4
Viña Santa Carolina SA	0.6
Viña Francisco de Aguirre SA	0.4
Bacardi-Martini Chile SA	0.2
Premium Brands Chile SPA	0.1
Otros	9.9

Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

## **Principales Puntos de Análisis<sup>12</sup>:**

- La COVID-19 se suma a los problemas de malestar social para tener un gran impacto en las ventas de vino en 2020
- Las ventas totales de vino en volumen caen un 7% hasta los 244 millones de litros en 2020
- Otros vinos espumosos registran la mayor tasa de crecimiento de las ventas en volumen total, un 5% en 2020
- El precio medio unitario cae un 1% en valor total en 2020
- Viña San Pedro Tarapacá sigue liderando el vino en 2020, seguida de cerca por Viña Santa Rita y Viña Concha y Toro
- Se espera una TACC negativa del 1% en volumen total durante el periodo de previsión, con una caída de las ventas hasta los 236 millones de litros en 2025

## **La pandemia y el malestar social se suman a tiempos difíciles para las ventas de vino**

Ya impactados desde octubre de 2019 por los disturbios sociales en el país, que dejaron el 33% de los supermercados chilenos saqueados o destruidos, según la Asociación de Supermercados de Chile, las ventas de vino chileno se vieron luego aún más golpeadas en 2020 por la pandemia, que resultó en medidas de confinamiento y el cierre de puntos de venta del canal on-trade.

Con las restricciones implementadas para frenar la propagación del COVID-19, el canal off-trade también tuvo que operar con horarios de apertura y número de visitantes a las tiendas limitados, con las largas colas y el miedo a la infección mientras se compraban productos en las tiendas físicas, lo que resultó en cambios en el comportamiento de compra de vino, viendo a los consumidores pasar menos tiempo en las tiendas y, por lo tanto, teniendo menos tiempo para elegir entre diferentes etiquetas de vino, reduciendo la migración entre marcas. Además, las medidas del gobierno, incluyendo el cierre durante muchos meses de los negocios no esenciales y el toque de queda, afectaron duramente al canal de hostelería, con bares y restaurantes luchando

---

<sup>12</sup> En base a análisis de Industria de Euromonitor, principal proveedor independiente de estudios estratégicos de mercado del mundo.

por sobrevivir y recurriendo a la entrega a domicilio siempre que fuera posible, eliminando durante muchos meses importantes ocasiones de consumo de vino. Esta situación afectó a las bodegas más pequeñas que se centraban principalmente en el canal de hostelería, lo que les obligó a abrirse camino en los canales modernos y tradicionales.

### **Los cambios de canal representan una oportunidad para los actores**

Las restricciones y las largas colas en los supermercados provocaron un cambio en la distribución del vino. Uno de los "ganadores" durante la pandemia fue el canal online, que experimentó un fuerte crecimiento de la cuota, con empresas que se apresuraron a establecer operaciones de venta online a través de sus propios sitios web, como labarra.cl de CCU, y canales de venta habilitados para el comercio electrónico como CAV.cl y LaVinoteca.cl. Los operadores de última milla, como Cornershop y Rappi, desempeñaron un papel importante para los consumidores confinados y registraron resultados positivos durante la pandemia, representando un factor clave para tratar de impulsar las ventas de vino. La falta de presencia física del consumidor final frente a las estanterías de las tiendas marcó la diferencia, ya que los compradores de última milla se enfrentaron generalmente a una gama reducida de marcas, con vinos sustitutos a menudo no disponibles. Gracias a la comodidad que pueden ofrecer, los puntos de venta del canal tradicional también se beneficiaron de las dificultades experimentadas por los supermercados. A pesar de tener que cerrar más temprano debido a los toques de queda y de contar con un espacio limitado en las estanterías, las ventas a través de los especialistas en alimentación/bebidas/tabaco consiguieron aumentar ligeramente su cuota.

### **La tendencia de las bebidas "frescas" beneficia a los vinos rosados y espumosos**

A diferencia de otros tipos de vino, el vino rosado y otros espumosos mostraron resistencia durante la pandemia y pudieron registrar un crecimiento positivo de las ventas en 2020. Apoyados por el impulso de marketing procedente de los actores del sector, así como por su versatilidad en términos de maridaje con diferentes tipos de alimentos, ofreciendo ocasiones adicionales de consumo, el vino rosado y otros espumosos siguieron creciendo, ayudados también por la entrada de más mujeres en

el mercado del vino, aprovechando el aumento de las temperaturas globales y la búsqueda de bebidas "más frescas".

Mientras que el champán se vio afectado por sus precios elevados en un contexto en el que los consumidores veían mermada su renta disponible debido al aumento de las tasas de desempleo, lo que hizo que este producto disminuyera en 2020, las ventas de otros vinos espumosos se vieron favorecidas por sus posibilidades de mixología, especialmente con amargos como Aperol y Ramazzotti. Viña Undurraga, líder local en otros espumosos, aprovechó el hecho de que sus socios distribuidores también distribuyen Aperol para incluir promociones de venta conjuntas durante la pandemia, generando resultados positivos y consolidando su posición de liderazgo.

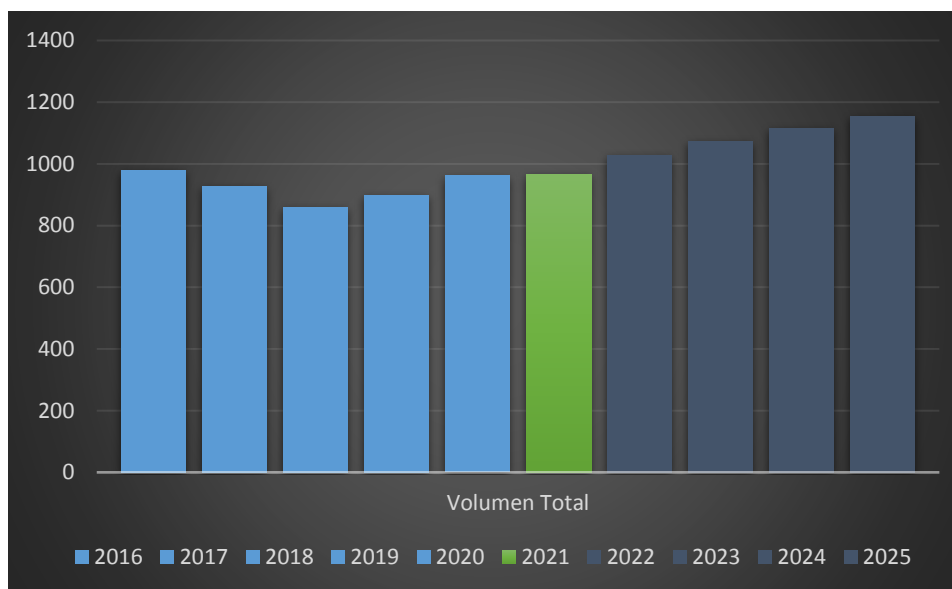
## 4.6.2.2 Argentina

Tabla 48. Evolución y Forecast Venta de Vinos en Argentina, en millones de litros.

Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Volumen Total	981,5	929	861,1	899,1	962	966,5	1030	1075	1117	1156
% Crec. Anual	-8,00	-5,40	-7,30	4,40	7,00	0,50	6,50	4,40	3,90	3,50

Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

Grafico 4. Evolución y Forecast Venta de Vinos en Argentina, en millones de litros



Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

Tabla 49. Participación de Mercado Venta de Vinos en Argentina para el 2020.

Compañía	% Participación
FeCoVitA Coop Ltda	32.2
Grupo Peñaflo SA	19.6
RPB SA	6.9
Bodegas Valentin Bianchi SA	5.1
Bodegas y Viñedos Garbin SA	4.5
Pernod Ricard Argentina SA	3.0
Aitor Ider Balbo SAACI	2.6
Bodegas Nieto Senetiner SA	2.6
Bodegas Esmeralda SA	2.4
Cepas Argentinas SA	2.1
Moët Hennessy Argentina SA	1.9
Bodegas Norton SA	1.8
Bodegas y Viñedos López SA	1.4
Otros	8.6

Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

## **Principales Puntos de Análisis<sup>13</sup>:**

- El brote de COVID-19 en 2020 tiene un impacto negativo en el sector de la hostelería, ya que el bloqueo gubernamental provoca una reducción de las ventas, pero el comercio minorista se beneficia del consumo en el hogar.
- El vino aumenta un 7% en volumen total en 2020, hasta alcanzar los 962,0 millones de litros.
- El vino tinto es el que mejor se comporta en 2020, con un crecimiento de las ventas en volumen total del 14%.
- El precio medio por unidad aumenta un 24% en términos corrientes en 2020.
- FeCoVitA Coop Ltda lidera el vino, con una cuota de volumen total del 32% en 2020.
- Se prevé que el vino registre una TACC del 4% en volumen total durante el periodo de previsión, alcanzando los 1.100 millones de litros en 2025.

## **Recuperación y Oportunidades**

### **Se espera un crecimiento constante del volumen durante el periodo de previsión**

Se espera que el volumen de ventas de vino se desacelere durante el periodo de previsión, pero el impacto de la pandemia puede dejar a los argentinos más sensibles a los precios. La escala local y el impacto del brote de COVID-19 aún no están claros, aunque Argentina fue superada por sus países vecinos, Uruguay, Colombia y Chile, en cuanto a infecciones y muertes. La economía argentina se ha visto duramente afectada por la pandemia a raíz de la recesión de 2019. En consecuencia, muchas industrias redujeron su producción, lo que provocó un aumento de la tasa de desempleo en el país y una disminución considerable del poder adquisitivo de muchos hogares, con un tercio de la población viviendo en la pobreza. Como resultado, se prevé que el crecimiento del volumen total de ventas de vino se estanque en 2021, pero se prevé que el volumen crezca de forma saludable en 2022, tras lo cual el crecimiento se desacelerará, pero con un crecimiento constante. Es probable que el sector del vino no se recupere de la actual crisis COVID-19 hasta finales de 2022.

---

<sup>13</sup> En base a análisis de Industria de Euromonitor, principal proveedor independiente de estudios estratégicos de mercado del mundo.

## 4.6.3 Bebidas Carbonatadas

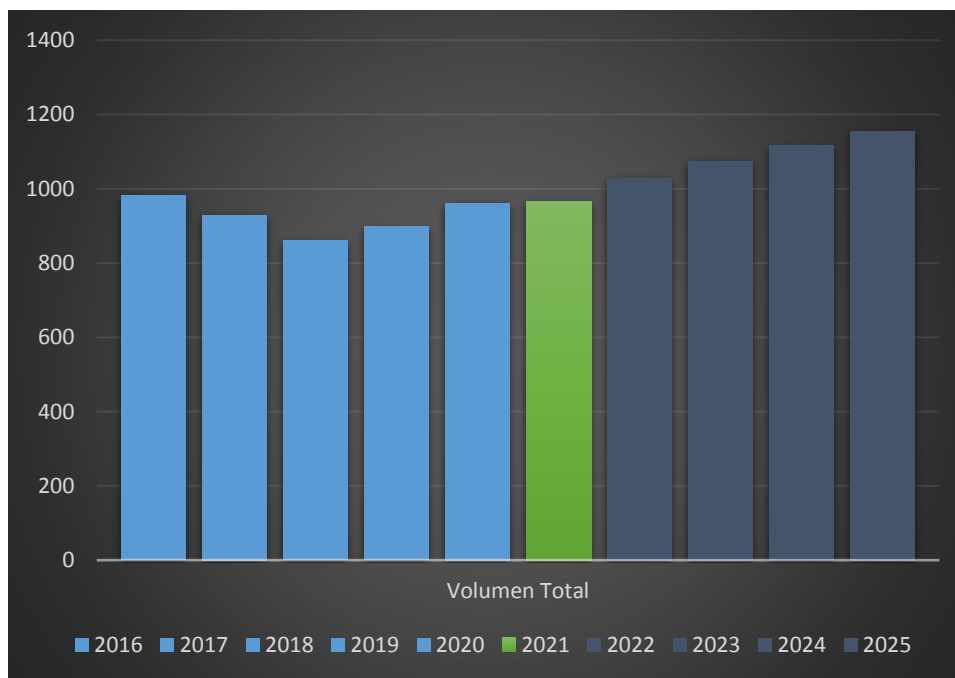
### 4.6.3.1 Chile

Tabla 50. Evolución y Forecast Venta de Bebidas Carbonatadas en Chile, en millones de litros.

Año	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Volumen Total	981,5	929	861,1	899,1	962	966,5	1030	1075	1117	1156
% Crec. Anual	-8,00	-5,40	-7,30	4,40	7,00	0,50	6,50	4,40	3,90	3,50

Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

Grafico 5. Evolución y Forecast Venta de Bebidas Carbonatadas en Chile, en millones de litros.



Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

Tabla 51. Participación de Mercado Venta de de Bebidas Carbonatadas en Chile para el 2020

Compañía	% Participación
Coca-Cola de Chile SA	56.0
Embotelladoras Chilenas Unidas SA	27.7
Distribución & Servicios D&S SA	1.1
Cencosud SA	0.4
Otros	14.8

Fuente: Elaboración propia, basado en información de Euromonitor.

## **Principales Puntos de Análisis<sup>14</sup>:**

- Las medidas de bloqueo para evitar la propagación del COVID-19 repercuten negativamente en el canal de hostelería en 2020, arrastrando las ventas de bebidas carbonatadas, mientras que las ventas no se trasladan al canal de hostelería, que también disminuye, dando lugar a un importante descenso del volumen total
- En 2020, las ventas de bebidas carbonatadas crecen un 6% en valor corriente en el comercio minorista y disminuyen de forma insignificante en volumen, hasta alcanzar 1,4 billones de CLP y 2.100 millones de litros.
- Los volúmenes en el canal de distribución experimentan un importante descenso del 51% en 2020, cayendo a 258 millones de litros, y como el canal de distribución también experimenta un ligero descenso de las ventas, se observa un descenso total del 11% en volumen.
- Coca-Cola de Chile mantiene su liderazgo en carbonatos en 2020, con una cuota de valor del 63% en el comercio minorista, mientras que Embotelladoras Chilenas Unidas (CCU) sigue siendo el único otro actor importante con una cuota del 26%.
- En el período de previsión 2020-2025, se espera que los carbonatos experimenten una TACC en valor corriente fuera de comercio del 3% (una CAGR negativa insignificante en valor constante en 2020), y se espera que las ventas en volumen fuera de comercio experimenten una CAGR del 2%, para alcanzar 1,6 billones de CLP y 2,3 mil millones de litros

## **Las crisis sociales, políticas y sanitarias en Chile alteran la distribución y la competencia**

Ya golpeado por el cierre del canal on-trade y los saqueos y daños causados por las protestas de descontento social en el último trimestre de 2019, cuando el 33% de los supermercados chilenos se vieron afectados, según la Asociación de Supermercados de Chile, las severas medidas de cierre implementadas durante la crisis COVID-19 afectaron negativamente a las ventas de carbonatadas aún más, haciendo caer las

---

<sup>14</sup> En base a análisis de Industria de Euromonitor, principal proveedor independiente de estudios estratégicos de mercado del mundo.



ventas en volumen tanto off-trade como on-trade en 2020, lo que llevó a una disminución total del volumen. Sin embargo, las subidas de precios han garantizado un aumento continuado de las ventas en valor.

Con la caída de las ventas en el sector de la hostelería y la reducción de los horarios de apertura de muchos supermercados, los pequeños comercios independientes han ganado relevancia dentro de los productos carbonatados en 2020. El crecimiento de los supermercados e hipermercados también se vio obstaculizado por el miedo de los consumidores a infectarse en estos establecimientos tan concurridos y por las largas colas, lo que animó a algunos consumidores a migrar a la comodidad de los almacenes de barrio y las licorerías. Sin embargo, el canal de los supermercados en Chile también ha visto un aumento de la cuota de volumen en 2020, ya que estos puntos de venta promueven ofertas que no se pueden rechazar. Por ejemplo, cuando Walmart hace esfuerzos promocionales, afecta el desempeño general de las carbonatadas. El canal que más ha sufrido estos aumentos de cuota de distribución ha sido el vending, debido a que hay menos consumidores que salen de sus casas.

Los retos que conlleva la necesidad de negociar el precio, la distribución y el espacio en las estanterías con los puntos de venta tradicionales resultaron ser una ventaja para aquellas empresas con redes de distribución bien establecidas y eficientes. Estas son características que comparten los principales actores de la categoría, Coca-Cola de Chile y Embotelladoras Chilenas Unidas (CCU - PepsiCo). Naturalmente, el poder de negociación de estos proveedores también ha desempeñado un papel importante. Sin embargo, estos actores han visto disminuir su cuota de valor fuera del comercio en 2020, ya que la cuota de los actores más pequeños, incluidos en "otros", ha aumentado fuertemente. Algunos consumidores se decantaron por las opciones más baratas debido a las preocupaciones presupuestarias derivadas de las consecuencias económicas de las medidas adoptadas para controlar el virus.

**La ley de etiquetado chilena no se ajusta a la demanda de refrescos de cola normales**

Chile es uno de los países con mayor consumo per cápita de carbonatos a nivel mundial. Sin embargo, los carbonatos son una categoría asociada a efectos negativos para la salud debido al alto contenido de azúcar de muchos productos. Una nueva ley de etiquetado en Chile en 2018 destacó el alto contenido de azúcar de dichos productos y afectó negativamente a las ventas de carbonatos, por lo que llevó a muchos productores a reformular sus productos. Por lo tanto, los carbonatos bajos en calorías han ayudado a minimizar el descenso de la categoría general en 2020, viendo una de las tasas más fuertes de crecimiento del volumen fuera del comercio en este año. Sin embargo, a pesar de la mayor concienciación sobre las connotaciones negativas de los refrescos de cola normales, esta categoría ha seguido siendo, con diferencia, la más importante dentro de los refrescos de cola en 2020, y también ha conseguido crecer, ya que los sabores de cola han seguido ganando relevancia. Esto puede atribuirse en parte al hecho de que Coca-Cola ha intentado ganar cuota, especialmente en el canal tradicional, y en parte a que muchos consumidores siguen valorando las bebidas indulgentes y los sabores que les gustan.

Las bebidas carbonatadas menos populares, el ginger ale y el agua tónica, han experimentado los mayores descensos de volumen en el canal tradicional en 2020, ya que fueron las primeras en ser recortadas de los presupuestos de los consumidores en una época de dificultades económicas. Sin embargo, las limonadas y otras bebidas carbonatadas que no son de cola también han experimentado descensos, ya que a muchos consumidores no les gustan los productos reformulados lanzados tras el cambio de etiquetado. Algunos padres están cada vez más preocupados por la salud de sus hijos, por lo que es más probable que sustituyan los refrescos sin cola por otras bebidas no alcohólicas, como los zumos o el agua embotellada de sabores.

## **Recuperación y Oportunidades**

### **El camino hacia la recuperación de la hostelería será lento**

Se espera que el crecimiento del volumen total vuelva a los carbonatos en 2021. Las ventas en volumen en el sector de la hostelería experimentarán un fuerte aumento, lo que contribuirá a que vuelvan a crecer los formatos en formato individual. Sin embargo, a pesar de la reapertura de los establecimientos de restauración, se prevé

que la recuperación del comercio minorista sea prolongada y que no se alcance el nivel de ventas en volumen anterior a la pandemia ni siquiera al final del periodo de previsión, a pesar de los constantes aumentos de las ventas. Es probable que se mantengan las restricciones de capacidad y el distanciamiento social hasta que se distribuya una vacuna, lo que dificultará la vuelta a la recuperación. Además, no todos los puntos de venta han reabierto, ya que han dejado de funcionar, lo que limitará el ritmo de recuperación. Mientras tanto, se espera que el impacto de las medidas de COVID-19 siga afectando a la renta disponible de los consumidores, lo que provocará cambios de canal y de categoría. Las ventas del comercio minorista experimentarán un ligero aumento en 2021, y también se espera un retorno al nivel de ventas de 2019. El crecimiento del volumen del comercio minorista, lento pero estable, continuará durante el resto del periodo de previsión, partiendo de una base ya elevada. Las promociones serán importantes para la recuperación. Los supermercados tendrán que asociarse con sus proveedores para hacer frente a la presión de aumentar los precios debido a la subida del tipo de cambio del dólar, y al menos mantenerlos por debajo de la inflación.

## 5. PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS

### 5.1 Ingresos operacionales Proyectados

Tabla 52. Crecimiento Ventas por Segmentos de Negocio (MUF)

Segmentos de Negocios	2021 2S	2022	2023	2024	2025
Chile	20.882	41.222	40.466	39.819	39.248
Neg. Internacionales	6.761	13.969	14.360	14.743	15.107
Vinos	3.716	7.755	8.092	8.444	8.812
Otros	592	246	51	11	2
<b>Total</b>	<b>31.951</b>	<b>63.192</b>	<b>62.970</b>	<b>63.017</b>	<b>63.168</b>

Fuente: Elaboración propia, en base a crecimiento de Mercados de Euromonitor.

Tabla 53. Proyección crecimiento por Industria y por País, principales productos CCU.

Crec. % Proyectado Venta Cerveza	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Chile	-3,00%	-0,10%	1,90%	4,80%	4,70%	4,60%
Argentina	0,02%	1,90%	3,40%	4,00%	4,10%	3,90%
Crec. % Proyectado Venta Vinos	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Chile	-6,50%	-0,40%	2,20%	-2,30%	-1,50%	-0,90%
Argentina	7,00%	0,50%	6,50%	4,40%	3,90%	3,50%
Crec. % Proyectado Venta Bebidas	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Chile	7,00%	0,50%	6,50%	4,40%	3,90%	3,50%
Promedio Crecimiento Chile	-0,83%	2,17%	3,70%	3,17%	3,40%	3,57%
Promedio Crecimiento Argentina	2,34%	0,80%	3,30%	2,80%	2,67%	2,47%

Fuente: Elaboración propia, en base a crecimiento de Mercados de Euromonitor.

Las proyecciones de ingresos operacionales de CCU, se han hecho en tomando en consideración la proyección de crecimiento en ventas en los mercados de la Cerveza, Vinos y Bebidas en Chile y Argentina, siendo estos países lo principales mercados de CCU.

Para el segmento Chile, se consideró el crecimiento ponderado de los 3 segmentos en Chile, es decir Cerveza, Vinos y Bebidas, **pero ajustándolo en un 0,05% en virtud de la incertidumbre.**

En el caso de Negocios Internacionales, se consideró básicamente las proyecciones referentes únicamente a Argentina, considerando que este representa alrededor del 30% de los ingresos consolidados de CCU.

En el caso de otros ingresos, esto corresponde a ajustes en la separación de ingresos por segmento, por lo que se utilizó el crecimiento histórico, pero considerando únicamente el periodo 2016 – 2020.

Por último, si bien la empresa ha realizado inversiones históricamente por sobre su depreciación y amortizaciones, asumimos que se mantendría la misma lógica para dicho crecimiento.

## 5.2 Costos y gastos operacionales proyectados

Tabla 54. Proyección de Costos y Gastos Operacionales.

Desglose Costo (MCLP)	2021 2S	2022	2023	2024	2025
Costos directos	11.484	22.712	22.633	22.649	22.704
Remuneraciones	4.198	8.303	8.274	8.280	8.300
Transp. y distrib.	4.455	8.810	8.779	8.786	8.807
Marketing	2.198	4.346	4.331	4.334	4.345
Materiales y manten.	884	1.748	1.741	1.743	1.747
Energía	510	1.008	1.004	1.005	1.008
Arriendos	294	581	579	580	581
Otros gastos	2.126	4.204	4.190	4.193	4.203
<b>Total</b>	<b>26.148</b>	<b>51.714</b>	<b>51.532</b>	<b>51.570</b>	<b>51.695</b>

Fuente: Elaboración propia en base a información historia de los estados financieros.

En este caso, el desglose de costos y gastos operacionales, se hizo en virtud del promedio ponderado entre 2016 y 2019 sobre los ingresos operacionales de la compañía, considerando que el año 2020, la empresa pudo haber incurrido en gastos extraordinarios asociados a mantener la continuidad operacional de la compañía.

Tabla 55. Ponderación de Costo o Gasto sobre los ingresos de la compañía.

Item	Promedio	Promedio 2016 - 2020
Costos directos	37,80%	36,36%
Remuneraciones	13,68%	13,01%
Transp. y distrib.	13,80%	13,67%
Marketing	6,57%	6,91%
Materiales y manten.	2,81%	2,68%
Energía	1,57%	1,60%
Arriendos	0,90%	0,88%
Otros gastos	6,08%	6,64%
<b>Total</b>	<b>83,22%</b>	<b>81,75%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a información historia de los estados financieros.

## 5.3 Resultados No Operacional Proyectado

Tabla 56. Proyección Resultado No Operacional.

Resultado No Operacional (MUF)	2021 2S	2022	2023	2024	2025
Ingresos financieros	181	330	321	285	247
Costos financieros	-445	-918	-945	-951	-940
Utilidad (pérdida) de inversiones	-191	-393	-410	-350	-292
Diferencias de cambio	-35	-51	93	22	105
Corrección Monetaria	-45	-70	-98	-93	-38
<b>Resultado No Operacional</b>	<b>-534</b>	<b>-1.102</b>	<b>-1.039</b>	<b>-1.087</b>	<b>-917</b>

Fuente: Elaboración propia en base a información historia de los estados financieros.

En este caso, se determinó que todos los componentes del Resultados No operacional tienen un carácter de recurrencia, por cuanto son partidas presentes en proporciones homogéneas respecto a los ingresos para todos los periodos; no obstante, al igual que el criterio utilizado para los costos y gastos, se consideró únicamente el periodo promedio ponderado entre 2016 y 2019, por cuanto el año 2020 se pudo haber incurrido en gastos extraordinarios, como por ejemplo mayores intereses bancarios, por un uso más intensivo de líneas de capital de trabajo como liquidez adicional para la compañía.

## 5.4 Impuesto Corporativo Proyectado

Actualmente el impuesto corporativo a la ganancia en Chile es del 27%; y se proyecta que se mantenga dentro de este orden para los siguientes periodos; siempre y cuando el actual coyuntura política que vive el país, tanto legislativamente como también en el ámbito ejecutivo con la elección de un nuevo gobierno, sumado a la incertidumbre que pueda generar lo que de la convención constitucional resulte, lleve a una nueva reforma tributaria que implique un incremento o decremento en estas tasas; en virtud que uno de los potenciales candidatos a la presidencia, propondría disminuir dicha tasa hasta un 17%.

## 5.5 Estado de Resultados Proyectado en miles de UF

Tabla 57. Resumen Proyección estados de Resultados de CCU.

ESTADO DE RESULTADOS (MUF)	2021 2S	2022	2023	2024	2025
Ingresos por ventas	31.951	63.192	62.970	63.017	63.168
Costos de ventas	-16.605	-31.047	-30.937	-30.961	-31.035
<b>Margen Bruto</b>	<b>15.346</b>	<b>32.145</b>	<b>32.032</b>	<b>32.056</b>	<b>32.133</b>
Otros ingresos, por función	235	474	473	473	474
Costos de distribución	-5.923	-11.148	-11.109	-11.118	-11.144
Gastos de administración	-2.301	-5.294	-5.275	-5.279	-5.292
Otros gastos, por función	-4.136	-8.135	-8.106	-8.112	-8.132
Otras ganancias (pérdidas)	107	-152	-152	-152	-152
<b>EBIT</b>	<b>3.327</b>	<b>7.890</b>	<b>7.862</b>	<b>7.868</b>	<b>7.887</b>
Ingresos financieros	150	330	321	285	247
Costos financieros	-470	-918	-945	-951	-940
Utilidad (pérdida) de inversiones	-132	-393	-410	-350	-292
Diferencias de cambio	64	-51	93	22	105
Resultado por unidades de reajuste	-14	-70	-98	-93	-38
<b>Utilidad (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>2.925</b>	<b>6.788</b>	<b>6.824</b>	<b>6.781</b>	<b>6.970</b>
Impuestos a las ganancias	-790	-1.833	-1.842	-1.831	-1.882
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>2.135</b>	<b>4.955</b>	<b>4.981</b>	<b>4.950</b>	<b>5.088</b>
	0				
<b>EBITDA</b>	<b>5.111</b>	<b>11.418</b>	<b>11.378</b>	<b>11.387</b>	<b>11.414</b>

Fuente: Elaboración propia en base a información historia de los estados financieros.

Es importante señalar que en la proyección consolidada del estado de resultados tanto los costos de ventas como los gastos de administración incluyen gastos por depreciación y amortización; no obstante, se incluye el cálculo de EBITDA proyectado, considerando el gasto por depreciación y amortización proyectado. En general y tal como se explicó en la estimación de ingresos, se proyecta conservadoramente un crecimiento en virtud del crecimiento de la demanda esperada en los principales mercados e Industrias donde vende CCU, y para efectos de los demás costos de ventas, gastos de administración, costos de distribución, otros gastos por función operacionales se proyectan en función del promedio histórico de la ponderación sobre las ventas de cada uno de ellos, entre 2016 y 2020.

Para los gastos o ingresos no operacionales, se utilizó un criterio similar, pero con la salvedad que se utilizó promedio móvil en la medida en que avanzaba la



proyección. Por último, el impuesto a la renta se calculó con una tasa impositiva del 27% para todo el periodo de proyección.

## 5.6 Estado de resultados Proyectado porcentual.

Tabla 58. Resumen ponderación sobre ingresos Proyección estados de Resultados de CCU.

ESTADO DE RESULTADOS (MUF)	2021 (TTM)	2022	2023	2024	2025
Ingresos por ventas	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costos de ventas	-52,0%	-49,1%	-49,1%	-49,1%	-49,1%
<b>Margen Bruto</b>	<b>48,0%</b>	<b>50,9%</b>	<b>50,9%</b>	<b>50,9%</b>	<b>50,9%</b>
Otros ingresos, por función	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Costos de distribución	-18,5%	-17,6%	-17,6%	-17,6%	-17,6%
Gastos de administración	-7,2%	-8,4%	-8,4%	-8,4%	-8,4%
Otros gastos, por función	-12,9%	-12,9%	-12,9%	-12,9%	-12,9%
Otras ganancias (pérdidas)	0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
<b>EBIT</b>	<b>10,4%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>
Ingresos financieros	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
Costos financieros	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
Utilidad (pérdida) de inversiones	-0,4%	-0,6%	-0,7%	-0,6%	-0,5%
Diferencias de cambio	0,2%	-0,1%	0,1%	0,0%	0,2%
Resultado por unidades de reajuste	0,0%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%
<b>Utilidad (pérdida) antes de impuestos</b>	<b>9,2%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>11,0%</b>
Impuestos a las ganancias	-2,5%	-2,9%	-2,9%	-2,9%	-3,0%
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,1%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a información historia de los estados financieros.

Como se puedes apreciar, el EBIT proyectado, en base a los supuestos de crecimiento antes descritos, es de un 12.5% hasta el 2025, salvo el 2021, con un ajuste menor, manteniendo un margen de utilidad en torno al 7.9%.

## 6. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

### 6.1 Inversión en reposición

La empresa en todos sus informes presenta una actualización de su plan de inversiones con un horizonte de tiempo hasta 4 años. Como se comentó anteriormente, previo al 2020, las inversiones y/o compras estaban destinadas a fortalecer la capacidad productiva, la calidad de los procesos, destinar parte de ellos la innovación y cuidado medioambiental. Para el año 2021 CCU planea invertir MUF 6,546, de los cuales un 79% sería destinado a Chile, incluyendo la construcción de la nueva planta productiva en Santiago de Chile y otras inversiones, también para aumentar su capacidad en los negocios en Chile y Argentina, tal como se detalla en la tabla siguiente.

Tabla 59. Plan de Inversiones de CCU en MUF (UF al 30 junio 2021 CLP 29,709,83)

Segmento de Negocio	2021	2022	2023	2024
Chile	4.480	3.036	2.302	2.312
Negocios Internacionales	1.351	869	910	1.305
Vinos	435	718	533	668
Otros	280	114	98	98
<b>Total</b>	<b>6.546</b>	<b>4.737</b>	<b>3.843</b>	<b>4.382</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en la Memoria de CCU 2020

Ahora bien, históricamente, las compras o inversiones han representado en promedio un 132.9% respecto a la depreciación y amortización histórica, y un 7.47% en promedio respecto a los ingresos operacionales de CCU. Como no es posible estimar cuanto corresponde a reposición y cuanto a crecimiento, se estimó que la inversión en reposición proyectada corresponderá al 100% de la depreciación y amortización proyectada:

Tabla 60. Inversión en reposición Proyectada.

MUF	2021 2S	2022	2023	2024	2025
Inversión en reposición	1.784	3.645	3.751	3.875	4.007

Fuente: Elaboración propia, basado en la Memoria de CCU 2020

## 6.2 Nuevas Inversiones de Capital

Tal como se comentó en la sección anterior, la empresa ha presentado su plan de inversiones, no obstante, dado que la empresa sólo proyecta hasta el año 2024, se estimó la inversión de CCU por país, considerando la distribución y tendencia del propio plan de inversiones de 2023 y 2024 para proyectar el año 2025, de acuerdo a lo siguiente.

Tabla 61. Inversión en reposición Proyectada (UF al 30 Junio 2021 CLP 29,709,83)

Segmento de Negocio (MUF)	2021	2022	2023	2024	2025
Chile	4.480	3.036	2.302	2.312	1.826
Negocios Internacionales	1.351	869	910	1.305	1464
Vinos	435	718	533	668	590
Otros	280	114	98	98	87
<b>Total</b>	<b>6.546</b>	<b>4.737</b>	<b>3.843</b>	<b>4.382</b>	<b>3.966</b>

Fuente: Elaboración propia, basado en la Memoria de CCU 2020

Es importante señalar que la proyección de ingresos incorpora la inversiones en capital del año anterior, en términos de efecto en la generación de flujos; pero al mismo tiempo, considerar que el plan de inversiones es cambiante, y se pudo constatar que del total de inversión proyectada por el cliente en su memoria 2020 para el 2021, a Junio 2021 de acuerdo a los estados de flujo de efectivo de los estados financieros consolidados, sólo ha desembolsado un 36.4% de dicho plan.

## 6.3 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto.

Antes, recordar cuales eran los CTON y RCTON para cada periodo:

Tabla 62. Resumen CTON y RCTON.

MUF	2016	2017	2018	2019	2020	jun-20	jun-21
CTON	8.157	7.451	8.585	7.826	5.249	10.023	4.751
RCTON	13,79%	11,76%	13,27%	12,16%	8,21%	34,67%	13,58%

Promedio RCTON 2017 - 2019	12,4%
Promedio RCTON 2019 - 2020	10,2%

Fuente: Elaboración Propia.

Para la proyección del Capital de trabajo operativo Neto (CTON), se tomó como referencia el RCTON promedio sólo para el año 2017 y 2019, por cuanto se estimó que dichos años eran los más representativos, en virtud que desde 2020 se presenta una desviación importante producto de la pandemia, evidenciada en mayores cuentas por pagar principalmente y una baja en sus cuentas por cobrar e inventarios, lo cual se presenta en la siguiente tabla:

Tabla 63. Variación CTON y RCTON.

CTON Proyectado	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Operacionales (MUF)	63.903	63.192	62.970	63.017	63.168
RCTON Proyectado	12,39%	12,39%	12,39%	12,39%	12,39%
CTON Proyectado (MUF)	7.920	7.832	7.805	7.811	7.829
Variación CTON	88	28	-6	-19	0

Fuente: Elaboración Propia.

\*Nota que para el 2025 se asumió un crecimiento de 0% desde 2026 en adelante.

## 6.4 Valor Terminal

Para el año 2026, se proyecta un flujo sin crecimiento igual al del año 2025, por cuanto si bien la empresa mantiene un crecimiento, moderado, ya es una empresa relativamente consolidada en los mercados donde opera. Más aun, considerando que uno de sus principales mercados es Argentina, que no ha logrado retomar el crecimiento económico, manteniendo altos niveles de pobreza, por lo cual ante la incertidumbre también de índole política que vive no solo Argentina, sino Chile en términos de cata constitucional y además del ejecutivo con la actual elección presidencial, consideramos que es prudente mantener un criterio conservador, sumado al escenario global por la crisis del Covid-19, que persiste, generando que muchos países vuelvan a medidas cautelares y preventivas ante la aparición de variantes, restringiendo la movilidad, y por tanto el consumo.

La perpetuidad se calcula de la siguiente forma:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FLC\ 2025 * (1 + g)}{Wacc - g}$$

## 6.5 Flujos de Caja Libre Proyectados

Tabla 64. Estimación de Flujos de Caja Libre de CCU.

MUF	2021 2S	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT (después de impuestos)	2.429	5.760	5.740	5.744	5.758	5.758
Depreciación (+)	1.784	3.528	3.516	3.519	3.527	3.527
Capex (-)	-6.546	-4.737	-3.843	-4.382	-3.966	-3.527
+/- Liberación (Inversión) de CTON	88	28	-6	-19	0	0
FCL	-2.245	4.579	5.407	4.862	5.319	5.758

Fuente: Elaboración propia.

Tal como se comentó anteriormente, los flujos de caja libre para cada periodo proyectado se estimaron en base un crecimiento específico por segmento en virtud de la información extraída de Euromonitor para cada Industria hasta 2025 pero sin crecimiento desde 2026 en adelante, por los argumentos esgrimidos en el punto 7.4, lo cual implica que el capex proyectado para el 2026 sean solo de reposición, mientras que el CTON sería 0.

## 7. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

### 7.1 Valor presente de los Flujos de caja Libre.

Tabla 65. Estimación Valor Presente Flujos de Caja Libre de CCU.

MUF	2021 2S	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT (después de impuestos)	2.429	5.760	5.740	5.744	5.758	5.758
Depreciación (+)	1.784	3.528	3.516	3.519	3.527	3.527
Capex (-)	-6.546	-4.737	-3.843	-4.382	-3.966	-3.527
+/- Liberación (Inversión) de CTON	88	28	-6	-19	0	0
FCL	-2.245	4.579	5.407	4.862	5.319	5.758
Valor Terminal (0% crecimiento)					118.242	
Total	-2.245	4.579	5.407	4.862	123.560	

VP FLC	110.749
--------	---------

Fuente: Elaboración propia.

Al descontar por la tasa WACC estimada, se obtiene un Valor Presente de los flujos de caja libre (FLC) de MUF 110.749.

### 7.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo Neto

Tabla 66. Deficit o Exceso de Capital de Trabajo Operacional Neto.

MUF	CTON
CTON real al 30 de junio 2021	4.751
CTON proyectado al 31 de diciembre 2021	7.920
Déficit de CTON	-3.169

Fuente: Elaboración propia.

## 7.3 Activos prescindibles y otros activos

Para determinar otros activos, se hizo un análisis de relación entre PPE e intangibles respecto a los ingresos generados:

Tabla 67. Detalle PPE e Intangibles.

Análisis Histórico - PPE e Intangibles	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
PPE e intangibles (MUF)	37.272	37.127	41.364	42.294	41.650	42.426
Ingresos por ventas (MUF)	59.166	63.376	64.692	64.378	63.900	34.993
PPE / Ingresos (%)	63,0%	58,6%	63,9%	65,7%	65,2%	121,2%
Promedio 2017 - 2020	63,3%					
Promedio 2019 - 2020	65,4%					

Fuente: Elaboración propia.

Luego, en base a promedio estimado de la tabla anterior para el periodo 2019 – 2020, por cuanto se consideró que estos años eran los más representativos, y se procede a proyecta PPE e intangibles hasta 2025, obteniéndose lo siguiente:

Tabla 68. Detalle proyección PPE e Intangibles.

Proyección de PPE e intangibles	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos por ventas (MUF)	63.903	63.192	62.970	63.017	63.168
PPE / Ingresos	65,4%	65,4%	65,4%	65,4%	65,4%
PPE e intangibles (MUF)	41.817	41.352	41.206	41.237	41.336
Variación	465	145	-31	-99	

Fuente: Elaboración propia.

En este caso, al observar la cantidad de PPE e intangible al 30/06/2021 y compararlo con el estimado para el 31/12/2021, se observa que no es necesario hacer una inversión adicional, más aún, existe un excedente de MUF 609.

Tabla 69. Detalle proyección PPE e Intangibles.

Otros Activos	MUF
PPE e intangibles estimado al 31/12/2021	41.817
PPE e intangibles real al 30/06/2021	42.426
Total Otros Activos	-609

Fuente: Elaboración propia.



Tabla 70. Detalle Activos Prescindibles.

Activos Prescindibles (MUF)	Activo	jun-21
Efectivo y equivalentes al efectivo	corriente	12.622
Otros activos financieros	corriente	516
Activos no corrientes mantenidos para la venta	corriente	73
Otros activos financieros	no corriente	580
<b>Total Activos prescindibles</b>		<b>13.791</b>

Fuente: Elaboración propia.

Respecto a los activos prescindibles, tanto la plusvalía como activos diferidos o activos por impuestos, no se consideran como prescindibles, ya que no se pueden liquidar.

## 7.4 Valoración económica de la empresa

Tabla 71. Estimados del Valor de la empresa y la acción.

Valoración al 30 de Junio 2021	Valores
Valor presente FCL (MUF)	110.749
Exceso (déficit) CTON (MUF)	-3.169
Activos prescindibles y otros activos (MUF)	13.182
<b>Valor total de activos (MUF)</b>	<b>120.761</b>
Deuda Financiera (MUF)	-16.433
Patrimonio Económico (MUF)	104.329
N° de acciones	369.502.872
Precio estimado en UF	0,2823
<b>Precio estimado en CLP</b>	<b>8.389</b>
<b>Precio acción Real CCU al 30 de Junio 2021 (CLP)</b>	<b>7.445</b>
Diferencia valoración vs precio real acción (%)	12,7%

Fuente: Elaboración Propia.

## 7.5 Análisis de Sensibilidad

Con el fin de evaluar la variabilidad del valor obtenido bajo los supuestos establecidos en la valorización se realizó un análisis de sensibilidad, sujeto a las principales variables que pudieran afectar la estimación obteniéndose lo siguiente:

Tabla 72. Sensibilización Precio de la acción estimado.

Valoración	Original	Wacc + 1%	Wacc - 1%	Beta Jul 2019 - Jun 2021	Beta Ene 2020 - Jun 2021	g = 1%
Patrimonio Económico (MUF)	104.329	84.276	134.791	117.470	115.234	130.202
Precio estimado de la acción CLP	8.389	6.776	10.838	9.445	9.265	10.469
Precio Real CLP	7.445	7.445	7.445	7.445	7.445	7.445
Diferencia %	12,7%	-9,0%	45,6%	26,9%	24,5%	40,6%

Fuente: Elaboración Propia.

Como se observa de los valores obtenidos, al sensibilizar en torno al 1% la tasa de capital promedio ponderado, la variación a la baja, al descontar los flujos a una menor tasa, se obtiene un mayor valor del Patrimonio Económico y por lo tanto un mayor precio de la acción. Este mismo efecto se puede apreciar fuertemente al incluir crecimiento en la perpetuidad, siendo estas variables las que arrojan la mayor sensibilidad. Finalmente, al sensibilizar por los otros betas obtenidos, la distancia del precio estimado al precio real es bastante similar y ambos mayores al precio real.

## CONCLUSIONES

Por medio del método de proyección de flujos de caja libre descontados por la tasa de costo de capital promedio ponderado (Wacc) se obtuvo un valor del precio de la acción de CCU de CLP 8.389, pero es importante señalar que se obtiene considerando un crecimiento de 0% desde 2025 para efectos del cálculo del valor terminal. Este precio, difiere en un 12.7% del precio real, es decir se determinaría que el precio real estaría subvalorado bajo los supuestos descritos.

Esto puede deberse a distintos factores, tales como la tasa de descuento a la cual se descontaron los Flujos de Caja Libre, pero también por la proyección en el crecimiento de los ingresos, que, si bien se ajusta a las proyecciones de Industria de Euromonitor, podrían ser aún más ajustadas, en virtud del escenario internacional, y el crecimiento del PIB tendencial de Chile, estimado alrededor del 2%.

De análisis de valorización, es posible concluir, también considerando el análisis de sensibilidad, que las variables más determinantes son el beta de la acción, del cual depende la tasa de capital promedio ponderado, y por ende como se descontaran los flujos de caja libre. Y, en segundo lugar, y tal vez con mayor ponderación la tasa de crecimiento, dada que la valorización, pero fundamentalmente el valor presente de los flujos de caja libre es altamente sensible a la estimación de la perpetuidad, por lo tanto, los supuestos establecidos para las proyecciones tanto de los flujos como para la perpetuidad, determinarían en gran medida la valorización correcta de la compañía.

Por último, el actual escenario macroeconómico e incertidumbre internacional respecto a cómo se desenvolverán las principales economías del mundo, el mercado de capitales sujetos a los eventuales cambios en las tasas de intereses que determinen los bancos centrales, el avance de la vacunación, etc, plantean grandes desafíos para incorporar de forma correcta en la valoración de empresa supuestos acertados, y por lo sería posible decir que pueden existir oportunidades de arbitraje para el precio de la acción en determinadas empresas.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aswath D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- 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.
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU). (2020). *Memoria anual 2020 Compañía Cervecerías Unidas S.A.* Disponible en <https://www.ccu.cl/publicaciones-ccu/>

## Comentarios solicitados en la Defensa

1. **Discutir y comentar en el texto el tema de si el aumento de la deuda es transitorio o permanente.**

Tabla 73. Deuda Financiera de CCU

Deuda Financiera (MUF) (B)	2017	2018	2019	2020	jun-21
Corriente	2.000	2.277	2.244	2.378	2.982
No Corrientes	6.008	8.278	8.250	14.203	12.402
Total Deuda Financiera	8.008	10.555	10.494	16.581	15.384
IFRS 16	0	0	1.168	1.105	1.048
<b>Total Deuda Financiera Ajustada</b>	<b>8.008</b>	<b>10.555</b>	<b>11.662</b>	<b>17.686</b>	<b>16.433</b>
. Efectivo y equivalentes al efectivo	6.345	11.573	6.936	13.636	12.622
<b>Deuda Financiera Neta</b>	<b>1.662</b>	<b>-1.018</b>	<b>4.726</b>	<b>4.051</b>	<b>3.811</b>

Fuente: Estados Financieros Auditados junio 2021, CMF

Si bien, se observa que en 2020 en adelante la Deuda Financiera Ajustada incrementa desde MUF 11,622 en 2019 hasta MUF 17,686 (+51.6%), también se observa que Efectivo y equivalentes al efectivo incrementa desde MUF 6,936 MUF 13.636, es decir, se buscó liquidez para hacer frente a eventuales necesidades que pudiera traer la crisis por la pandemia COVID-19. De esta forma, se observa que, en efecto, Deuda Financiera Neta (deuda financiera menos Efectivo y equivalentes) no incrementa en 2020, sino que baja, desde MUF 4,726 hasta MUF 4,051 en 2020 y luego de nuevo a junio-2021 hasta MUF 3,811.

2. **Chequear por EBITDA la importancia de los distintos mercados para CCU. También discutir esto en el texto.**

Segmento	Ingresos	% / Total	EBITDA	% / Total EBITDA	Margen EBITDA / Consolidado Ingresos
<b>Consolidado</b>	63.900	100,0%	10.196	100,0%	16,0%
<b>Chile</b>	42.750	66,9%	8.420	82,6%	13,2%
<b>Negocios Internacionales</b>	13.857	21,7%	832	8,2%	1,3%
<b>Vinos</b>	8.091	12,7%	1.483	14,5%	2,3%
<b>Ajustes</b>	-798	-1,2%	-539	-5,3%	-0,8%

Si bien es cierto, que el segmento Negocios internacionales, el cual las ventas en Argentina, Paraguay, Uruguay y Bolivia representa cerca del  $\frac{1}{4}$  de los ingresos generados por CCU en 2020 (última información disponible), en términos de EBITDA esto es distinto, representando en su conjunto un 8.2% del total de EBITDA generado consolidado para el mismo año, y más aún, si se determina el Margen EBITDA de cada uno de los segmentos sobre los ingresos consolidados, sólo representaría un 1.3%.

Es importante señalar que no se contaba con información sobre EBITDA individual de estos segmentos para junio 2021, ni tampoco para cada uno de los países que componen el segmento negocios internacionales; pero la información aquí mostrada permite inferir, que la estructura de costos en dichos países principalmente Argentina, dado que es el segundo mercado más importante después de Chile, es poco eficiente.

### 3. Chequear cálculo del costo de la deuda. Una posibilidad es utilizar el Spread del bono que aparece en EIKON, como comento el profesor Sánchez.

Kd	Wacc	Precio Acción (CLP)	Vs Precio Real (%)
1,15%	4,9%	8.389	12,7%
1,30%	4,9%	8.353	12,2%
1,45%	4,9%	8.318	11,7%
1,60%	4,9%	8.284	11,3%
1,75%	4,9%	8.250	10,8%
1,90%	5,0%	8.216	10,4%
2,05%	5,0%	8.182	9,9%
2,20%	5,0%	8.149	9,5%
2,35%	5,0%	8.116	9,0%
2,50%	5,0%	8.083	8,6%
2,65%	5,0%	8.050	8,1%
2,80%	5,1%	8.018	7,7%
2,95%	5,1%	7.985	7,3%
3,10%	5,1%	7.953	6,8%
3,25%	5,1%	7.922	6,4%
3,40%	5,1%	7.890	6,0%
3,55%	5,2%	7.859	5,6%
3,70%	5,2%	7.828	5,1%
3,85%	5,2%	7.797	4,7%
4,00%	5,2%	7.766	4,3%

Se planteó que se utilizara el spread del mismo Bono considerado para la Tasa de Deuda ( $K_d$ ), en vez de la última yield, considerando que la yield utilizada (1.14%) era menor a la tasa libre de riesgo (1.41%) no obstante, no fue posible obtener dicho Spread (accesos expirado a EIKON). Dicho lo anterior, se hizo el ejercicio de proyectar como cambiaría tanto la tasa descuento Wacc y el precio de la acción determinado al ir elevando en 0.15% la tasa de deuda, obteniéndose lo que se observa en la Tabla anterior, es decir, en la medida que incrementa  $K_d$ , incrementa la tasa Wacc, y el precio calculado para la acción de CCU al 30 de Junio 2021 se acerca más al valor real en la misma fecha.

#### **4. Chequear el supuesto de tasa de crecimiento 0% utilizado en el valor terminal, ver si es consistente con el plan de inversiones reportado.**

Las inversiones han sido históricamente destinadas a aumentar capacidad, mejorar la calidad de los procesos productivos, apoyar la innovación, introducir mejoras medioambientales y dar soporte a los procesos de ejecución en el mercado, reflejado en el flujo de efectivo en Chile relativo a compras de propiedades, plantas y equipos, y activos intangibles. Esto último es importante destacar, ya que el plan de inversiones comentado en las secciones previas del informe, consideraba Capex de reposición en base al flujo de efectivo destinado a compras de propiedades, plantas y equipos; pero no explicada un delta adicional, que se explica ahora por el flujo de efectivo destinado a intangibles.

El plan de inversiones que proporciona la compañía para 2021 en adelante, está destinado a apoyar el crecimiento orgánico a nivel consolidado; por dicho motivo, si bien se proyecta un crecimiento acotado hasta 2026, crecimiento de 0% en el valor terminal se basa justamente en que la compañía mantendría el mismo nivel de ingresos que ha mostrado en periodo previos.