



# **VALORACIÓN DE COMPAÑÍA CERVECERIAS UNIDAS S.A. Mediante Métodos de Múltiplos**

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

**Alumno: Francisca Guajardo Reyes  
Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva**

**Santiago, Junio 2024**

<b>RESUMEN EJECUTIVO</b> .....	4
<b>1. METODOLOGÍA</b> .....	5
1.1. Principales métodos de valoración.....	5
1.2. Método de múltiplos.....	5
1.2.2. Múltiplos de valor libro .....	6
1.2.3. Múltiplos de ventas .....	6
<b>2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA Y LA EMPRESA</b> .....	7
2.1. Descripción de la empresa.....	7
2.1.1. Negocios y segmentos de operación .....	9
2.1.2 Principales accionistas:.....	13
2.1.3. Riesgos del Negocio: .....	14
2.1.4. Estructura corporativa: .....	16
2.2.1 Principales competidores y comparables .....	21
<b>3. FINANCIAMIENTO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA</b> .....	30
3.1 Bonos. ....	30
3.3 Patrimonio Económico.....	33
3.4 Valor económico de la empresa.....	34
3.5 Estructura de capital. ....	35
<b>4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL</b> .....	37
4.1 Datos y procedimiento. ....	37
4.2 Costo y beta de la deuda. ....	37
4.3 Estimación beta patrimonial.....	38
4.4 Costo patrimonial.....	40
4.5 Costo de capital o WACC. ....	40
<b>5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS</b> .....	41
5.1. Análisis de las empresas comparables .....	41
5.2. Múltiplos de la industria .....	41
5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria .....	44
.4. Análisis de los resultados .....	45

**ANEXOS. .... 46**  
**BIBLIOGRAFÍA..... 47**

## **RESUMEN EJECUTIVO**

En el presente informe, se lleva a cabo la valoración económica de la Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU) al 31 de marzo de 2023. Esta se realiza a través del empleo de dos métodos distintos: el Método de Flujo de Caja Descontado y el enfoque en Múltiplos, centrándonos en los múltiplos de ganancias.

CCU es una destacada empresa del sector de bebidas, con presencia en diversas categorías como cervezas, bebidas gaseosas, aguas minerales y envasadas, néctares, vino y pisco, entre otros. La compañía organiza sus operaciones en tres segmentos clave: Chile, Negocios Internacionales y Vinos. Hasta la fecha, CCU opera en múltiples países, incluyendo Chile, Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay, siendo sus principales fuentes de ingresos los mercados chileno y argentino.

Mediante el Método de Múltiplos se recopiló información relevante de empresas comparables, de las cuales se derivaron diversos múltiplos. La ponderación de la importancia de cada uno de estos se realizó considerando la fortaleza de los ingresos de CCU. Es crucial destacar que, al operar en la industria de Alimentación y Tabaco, se dieron prioridad a los múltiplos más confiables y representativos en este sector, tales como el PER y el EV/EBITDA. Los resultados de este análisis arrojaron precios de \$5.278 y \$5.260 para el PER y el EV/EBITDA, respectivamente. En términos porcentuales, estos valores se sitúan un 16% por debajo del precio de mercado de CCU al 31 de marzo. Estos hallazgos sugieren una posible infravaloración en comparación al precio de mercado.

# 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) en 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 resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu *et al.*, 2019; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

## 1.2. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan

riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

### 1.2.1. Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “*Precio de la acción*” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “*Utilidad de la acción*” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “*EBIT*” (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional, y “*EBITDA*” (*por sus siglas en inglés*) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

### 1.2.2. Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Dónde: “*Patrimonio económico*” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “*Valor libro del patrimonio*” es el valor contable del patrimonio, “*Valor de la empresa*” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “*Valor libro de los activos*” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

### 1.2.3. Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción

- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Dónde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Ventas por acción” son las ventas divididas por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “Ventas” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el *Price to Book Value* es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el *Enterprise Value to EBITDA* se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el *Price to Earnings Ratio* se utiliza en los sectores de *utilities* y gas y petróleo, y iv) el *Price to Sales Ratio* es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

## 2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA Y LA EMPRESA

### 2.1. Descripción de la empresa.

La empresa Compañía de Cervecerías Unidas, mejor conocida como CCU, es una empresa de bebestibles que posee operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay.

En Chile, CCU es uno de los principales actores en cada una de las categorías en las que participa, incluyendo cervezas, bebidas gaseosas, aguas minerales y envasadas, néctares, vino y pisco, entre otros. A nivel sudamericano, es el segundo mayor cervecero en Argentina y participa además en la industria de sidras, licores y vinos; en Uruguay y Paraguay está presente en el mercado de cervezas, aguas minerales y envasadas, gaseosas y néctares; en Bolivia participa en la industria de cervezas, aguas envasadas, gaseosas y malta; y en Colombia participa en el mercado de cervezas y maltas.

Dentro de sus antecedentes históricos podemos mencionar el origen de la primera fábrica de cerveza en Chile que fue en Valparaíso en 1850. En 1889 nace la Fábrica Nacional de Cerveza, la cual fue una fusión entre la cervecera de Joaquín Plagemann

(primera fábrica de la cerveza) y la Fábrica de Cerveza de Limache. Finalmente, en 1902, ésta se constituye en una sociedad anónima con el nombre que hoy en día la conocemos, Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU). En 1916, se convierte en el principal productor de cerveza en Chile y la compañía ingresa al negocio de las bebidas gaseosas con Bilz. En los años posteriores, adquiere paulatinamente otras cervecerías en Chile y lanza al mercado Escudo y comienza a producir Pepsi-Cola, que es la segunda marca de bebidas en el mundo. En 1981 se inaugura Cervecería Santiago, que es la planta de cerveza más moderna hasta la fecha. En 1986, El grupo Luksic, a través de Quiñenco S.A, y el grupo alemán Schorghuber, mediante Paulaner-Salvator AG, forman la empresa Inversiones y Rentas S.A. (IRSA) que pasa a convertirse en el accionista mayoritario de CCU. En 1992 CCU es la segunda empresa chilena y tercera latinoamericana en colocar ADRs en el mercado de valores estadounidense. En 1994 la compañía ingresa al mercado del vino a través de la adquisición de Viña San Pedro S.A. Hoy en día es Viña San Pedro de Tarapacá S.A.. En el transcurso del mismo año, CCU entra al negocio cervecero en Croacia al adquirir parte y luego la totalidad de Karlovacka Pivovara. En 1997 realiza con éxito su segunda colocación de acciones en el exterior a través de ADRs. En el año 2005 CCU se asocia con Cooperativa Agrícola para formar "Compañía pisquera de Chile S.A.". En el año 2012, CCU ingresa a Uruguay y en 2013 a Paraguay, 2014 a Bolivia y Colombia. En el año 2018 la compañía fue incluida por primera vez en el Dow Jones Sustainability Index Chile, el cual selecciona empresas basándose en el análisis de su desempeño medioambiental, social y de gobierno corporativo.

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 CMF. Asimismo, CCU S.A., en su calidad de emisor de ADRs, que actualmente se transan en el NYSE, se encuentra sujeta, en lo que fuere aplicable, al Securities Exchange Act de 1934, SOX de 2002 y a la normativa dictada al efecto por la SEC y el NYSE.

### **2.1.1. Negocios y segmentos de operación**

La Compañía ha definido tres Segmentos de operación, los cuales se determinaron en base a los ingresos de las actividades de negocios provenientes de las zonas geográficas donde comercializa sus productos (Memoria Anual, 2022):

- Chile: Cervezas, bebidas no alcohólicas, licores, sidra y las UES en el mercado chileno (Unidades estratégicas de servicios), las cuales corresponden en gran parte a: Comercial CCU S.A. (“Comercial CCU”), Transportes CCU Limitada (“Transportes CCU”) y CRECCU S.A. (“CRECCU”).
- Negocios Internacionales: Cervezas, sidra, bebidas no alcohólicas y licores, entre otras categorías, en los mercados de Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay.
- Vinos: Vinos y espumantes en el mercado doméstico, en Chile y Argentina, y exportación a más de 80 países.

Existe un cuarto segmento que corresponde a los gastos e ingresos de las Unidades de apoyo corporativos (UAC). Con mayor detalle:

- En el segmento Chile, CCU, a través de su filial Cervecería CCU Chile Limitada (“Cervecería CCU”), cuenta con dos plantas productivas, ubicadas en las ciudades de Santiago y Temuco, esta última es una planta mixta de cervezas y bebidas no alcohólicas. Asimismo, la Compañía cuenta con otras dos plantas productivas para cervezas en las ciudades de Valdivia (Kunstmann) y Punta Arenas (Austral) y elabora un diverso portafolio de productos a través de marcas propias y sus respectivas extensiones de marca. Entonces: Cervezas, bebidas sin alcohol, licores, UES (unidades estratégicas de servicio).
- En el segmento negocios internacionales, está compuesto por las operaciones realizadas en Argentina, Bolivia, Paraguay y Uruguay. En Argentina, CCU produce cervezas, también participa en el negocio de la sidra y el negocio de licores. CCU en Bolivia participa en el negocio de bebidas no alcohólicas y cervezas, participando en la categoría de productos en base a malta sin alcohol. CCU en Uruguay participa en el negocio de aguas minerales, en néctares. Finalmente, en CCU Paraguay, desarrolla el negocio de producción, comercialización y venta de bebidas no alcohólicas, cervezas y vinos. Entonces:

Cervezas, sidras, bebidas sin alcohol y licores en los mercados de Argentina, Uruguay y Paraguay.

- En el segmento de vinos, CCU, a través de su filial VSPT Wine Group, elabora vinos y espumantes, los cuales se comercializan en el mercado nacional y extranjero exportando a más de 80 países. Entonces: Vinos, principalmente en los mercados de exportación, negocio desarrollado por su filial Viña San Pedro Tarapacá.

En cuanto a crecimiento, en 2022 se alcanzó 34,3 millones de hectolitros en volúmenes consolidados, es decir decreció un 1,1% anual. El menor volumen del año pasado estuvo explicado principalmente por el Segmento de operación Chile, que se contrajo un 2,1%, y por el Segmento de operación Vinos, que decreció 0,6%.

El crecimiento registrado en CCU en este último trienio ha estado acompañado de importantes inversiones, que en 2022 totalizaron CLP 190.653 millones, con foco en incrementar capacidad, adquirir nuevas tecnologías y otros activos.

A continuación, se mostrará en el cuadro resumen donde se muestra el porcentaje de importancia de cada segmento tomado como porcentaje, calculado a partir de los ingresos por ventas obtenidos en cada año.

**Cuadro 1: Ingresos por ventas según segmento**

Ingresos por ventas por segmento MUF	31-12-2018	%	31-12-2019	%	31-12-2020	%	31-12-2021	%	31-12-2022	%	31-03-2023	%
Chile	39.214	61,55%	40.058	63,37%	41.561	66,29%	49.648	63,01%	46.342	61,23%	13.261	66,13%
Negocios internacionales	17.194	26,99%	15.976	25,27%	13.454	21,46%	21.226	26,94%	21.683	28,65%	5.435	27,10%
Vinos	7.303	11,46%	7.179	11,36%	7.660	12,25%	7.914	10,04%	7.656	10,12%	1.358	6,77%
<b>Total MUF</b>	<b>63.711</b>	<b>100,00%</b>	<b>63.213</b>	<b>100,00%</b>	<b>62.696</b>	<b>100,00%</b>	<b>78.788</b>	<b>100,00%</b>	<b>75.680</b>	<b>100,00%</b>	<b>20.054</b>	<b>100,00%</b>

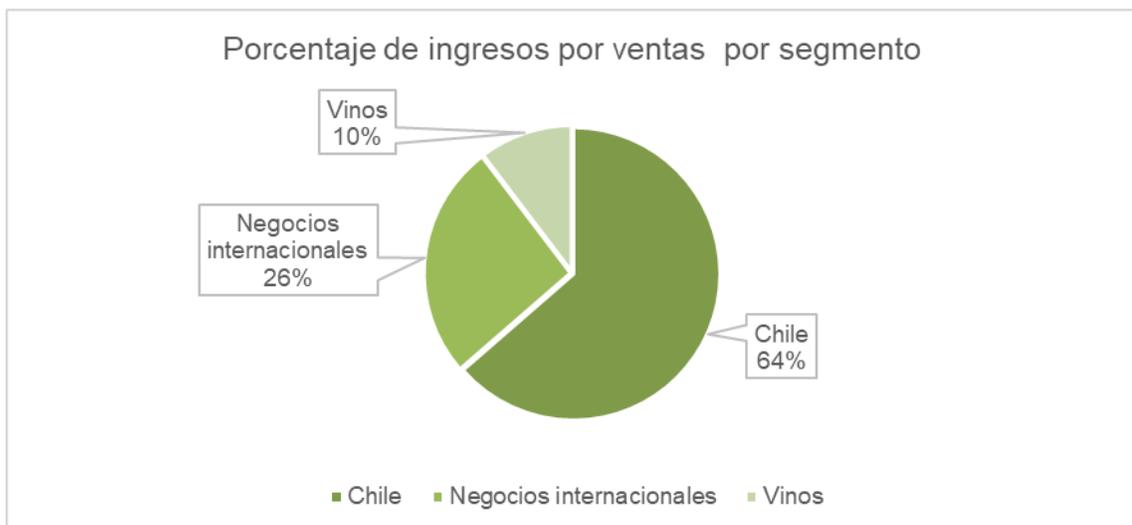
Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF 2022

De una forma más gráfica se mostrará un gráfico de torta en donde se visualiza el promedio del porcentaje de los ingresos por venta de cada segmento y en cada trimestre para poder ver la importancia de estos dentro de la compañía (Gráfico 1).

Se puede apreciar que el segmento más relevante para la compañía es “Chile” con un porcentaje de participación promedio medido a través del ingreso por venta de 63.6%. Luego le sigue “Negocios Internacionales” con 26% y, finalmente, el segmento Vinos con

10.3% en promedio. Los siguientes cálculos fueron realizados en miles de pesos, estos fueron realizados también utilizando el valor de la UF al cierre de cada trimestre, los que se mantuvieron sin cambios. En otras palabras, a fin del año 2022, Chile representa un ingreso por ventas de 1.627.114.439 miles de pesos (46.34 MUF), Negocios internacionales 761.302.617 miles de pesos (21.68 MUF) y Vinos 268.794.991 (7.65 MUF). Los ingresos totales fueron calculados a partir de la suma simple entre los ingresos por venta de los tres segmentos mencionados con anterioridad, excluyendo “Otros ingresos” e “Ingresos por venta entre segmentos”, dado que distorsionan el análisis de la relevancia en la empresa sobre cada segmento y dado que los ingresos de estos son pequeños relativos a los ingresos por venta de cada segmento.

**Gráfico 1: Porcentaje de ingresos por ventas promedio por segmento**



Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF CCU 2022

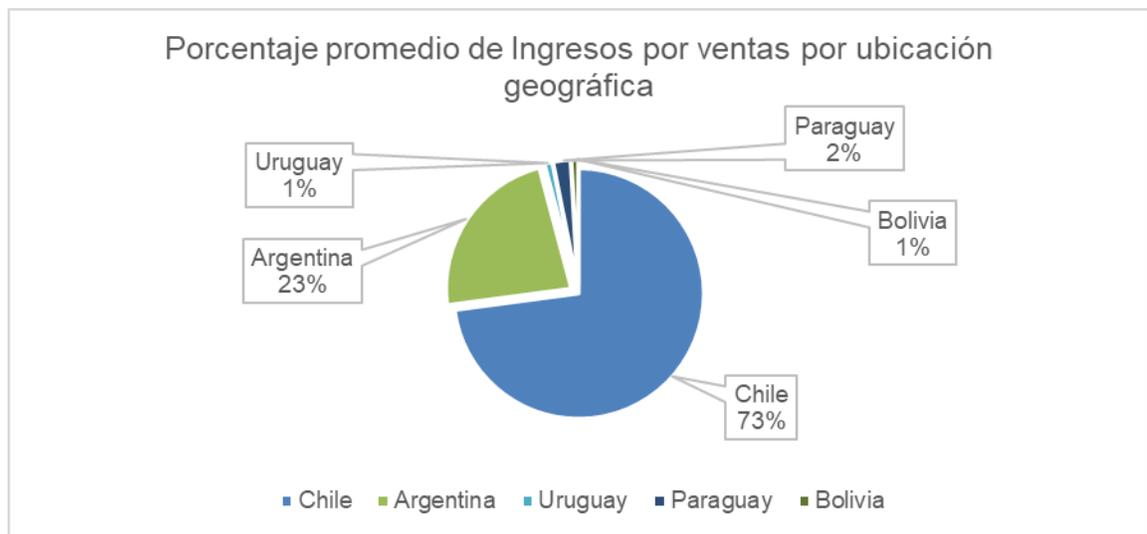
Ahora bien, para analizar la relevancia de cada país en la compañía, se calculó el porcentaje que representa del total de los ingresos por ventas netas por ubicación geográfica.

**Cuadro 2: Porcentaje de Ingreso por venta por ubicación geográfica en UF**

Ingresos por venta por ub. Geográfica UF	31-12-2018	%	31-12-2019	%	31-12-2020	%	31-12-2021	%	31-12-2022	%	31-03-2023	%
Chile	46.779	72,31%	47.417	73,65%	49.425	77,35%	57.489	71,71%	54.014	69,94%	14.717	72,43%
Argentina	15.295	23,64%	13.792	21,42%	11.634	18,21%	19.767	24,55%	19.946	25,83%	4.871	23,97%
Uruguay	642	0,99%	629	0,98%	670	1,05%	698	0,87%	825	1,07%	215	1,06%
Paraguay	1.580	2,44%	1.665	2,59%	1.350	2,11%	1.558	1,94%	1.809	2,42%	386	1,90%
Bolivia	395	0,61%	875	1,36%	821	1,28%	661	0,82%	571	0,74%	130	0,64%
<b>Total</b>	<b>64.692</b>	<b>100,00%</b>	<b>64.378</b>	<b>100,00%</b>	<b>63.900</b>	<b>100,00%</b>	<b>80.173</b>	<b>100,00%</b>	<b>77.225</b>	<b>100,00%</b>	<b>20.318</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF

**Gráfico 2: Porcentaje promedio de ingresos por ventas por ubicación geográfica**



Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF CCU 2022

Podemos observar que Chile representa un 73% en promedio de los ingresos según ubicación geográfica. Le sigue Argentina con 23%, luego Paraguay con 2%, Uruguay con 1% y finalmente Bolivia con 1%.

Por último, se realizará un análisis sobre las dos categorías representativas de la compañía que son los productos alcohólicos y los productos no alcohólicos.

**Cuadro 3: Ingresos por ventas por categoría**

Ingresos por ventas por categoría MUF	31-12-2018	%	31-12-2019	%	31-12-2020	%	31-12-2021	%	31-12-2022	%	31-03-2023	%
Alcohólicos	43.768	67,66%	42.610	66,19%	42.990	67,28%	55.284	68,96%	51.802	67,08%	13.111	64,53%
No alcohólicos	19.943	30,83%	20.603	32,00%	19.706	30,84%	23.504	29,32%	23.879	30,92%	6.944	34,18%
Otros *	981	1,52%	1.165	1,81%	1.204	1,88%	1.385	1,73%	1.544	2,00%	264	1,30%
<b>Total</b>	<b>64.692</b>	<b>100,00%</b>	<b>64.378</b>	<b>100,00%</b>	<b>63.900</b>	<b>100,00%</b>	<b>80.173</b>	<b>100,00%</b>	<b>77.225</b>	<b>100,00%</b>	<b>20.318</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF CCU 2022

\* Otros se compone principalmente de las ventas de subproductos y botellas de envasado incluyendo, pallets y vasos.

**Gráfico 3: Porcentaje promedio de ingreso por ventas por categoría**



Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF CCU 2022

Podemos observar que la categoría de productos denominados Alcohólicos, representa el 67% de los ingresos totales. En segundo lugar, con 31% productos no alcohólicos.

### 2.1.2 Principales accionistas:

A continuación, se mostrará un cuadro resumen de los principales accionistas de la empresa, con sus respectivas posesiones de acciones y el porcentaje que estas representan del total para el 31 de marzo del presente año.

**Cuadro 4: Accionistas mayoritarios**

Investor Name	N° de acciones	%
INV Y RENTAS S A	218.109.273,00	59,03%
J P MORGAN CHASE BANK	76.201.309,00	20,62%
INV IRSA LTDA	25.279.991,00	6,84%
BANCO DE CHILE (STATE STREET)	11.391.001,00	3,08%
BANCO SANTANDER (INV EXTRANJEROS)	7.627.832,00	2,06%
BANCO DE CHILE (TERCEROS)	4.585.205,00	1,24%
BANCO SANTANDER CHILE	2.587.291,00	0,70%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA	2.019.402,00	0,55%
BANCO DE CHILE (CITI NA NEW YORK CLIE)	1.320.808,00	0,36%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	1.197,49	0,22%
<b>Total</b>	<b>349.123.309,49</b>	<b>94,70%</b>

Fuente: Elaboración propia con información obtenida de CMF

Inversiones y Rentas S.A. (“IRSA”) es el accionista controlador de la Compañía con un 65.87% de las acciones. Esta es una sociedad anónima cuyos accionistas son las sociedades Quiñenco S.A. y Heineken Chile SpA, las cuales poseen cada una de ellas el 50% del capital accionario de IRSA. Quiñenco es considerada la matriz de inversiones del grupo Luksic, mientras que Heineken, controlada indirectamente (a través de sociedades y matrices) por Carvalho-Heineken. Existe un pacto de accionistas que considera restricciones para que éstos puedan adquirir acciones de CCU S.A. en forma independiente, debiendo, salvo excepciones, ser adquiridas por IRSA.

El 20.92% de la compañía transa en Estados Unidos como ADRs (American Depositary Receipts) en el New York Stock Exchange (“NYSE”). El 13.21% restante se transa en la Bolsa de comercio de Santiago y en la Bolsa electrónica de Chile, Bolsa de Valores.

### **2.1.3. Riesgos del Negocio:**

Cambios potenciales en la legislación tributaria de los países en los que la empresa opera podrían tener un impacto significativo en su actividad comercial. Los negocios de CCU están afectos a distintos impuestos en los países donde operan, incluyendo, impuestos a la renta e impuestos específicos sobre bebidas alcohólicas y no alcohólicas. Un aumento en las tasas de dichos impuestos, o de cualquier otro, podría afectar en forma negativa nuestras ventas y rentabilidad. Un ejemplo de esto son los cambios tributarios que se han visto en Chile con el objetivo de incrementar la recaudación fiscal. La Ley N°21.210 incluyó, entre otras medidas: (i) un aumento de 35% a 40% en el tramo del impuesto a la renta personal, un impuesto progresivo que va de 0,075% a 0,275% sobre las propiedades inmobiliarias, requisitos más estrictos para que los fondos de inversión privados se beneficien de un tratamiento fiscal preferente, a creación de un nuevo régimen fiscal especial para las pequeñas y medianas empresas, con un impuesto a las utilidades del 25%, entre otras.

En cambios normativos relevantes, podemos destacar la entrada en vigencia de los Convenios para Evitar la Doble Tributación suscritos por Chile con Países Bajos, India y Emiratos Árabes Unidos.

Además, modificaciones en el mercado laboral de los países en que opera podrían tener repercusiones sobre resultados y márgenes de la operación. Esto hace referencia a cambios en la oferta de mano de obra, aumento de la demanda de ciertas especialidades y/o cambios en la legislación laboral, entre otros. En Argentina, los altos niveles de inflación y presión sindical suponen un continuo incremento de nuestros gastos salariales. Asimismo, es importante señalar que en Chile fue aprobada la ley de reducción de la jornada a laboral.

Adicionalmente, la consolidación de la industria cervecera a nivel mundial podría afectar los márgenes de la empresa e incluso la participación de mercado. En el segmento de cervezas, CCU compite con las filiales de Anheuser-Busch InBev SA/NV ("ABI"), la compañía de cervezas más grande del mundo y en gaseosas en Chile, compiten con los productos de The Coca-Cola Company y en el área cervecera con Cervecería Chile S.A que es filial de ABI.

Otro riesgo es la dependencia de la renovación de determinados acuerdos de licencia para mantener sus productos actuales en operación. Estos acuerdos deben cumplir condiciones y requisitos, sin contar el tiempo de vigencia. Aproximadamente un 70% del volumen de ventas provienen de marcas propias, lo que atenúa en parte el efecto que podría tener el término de alguna licencia específica.

La expansión del canal de supermercados también presenta un riesgo para la rentabilidad. Por un lado, se muestra un riesgo de no llegar a precios favorables y, por otro lado, aumentaría la exposición al riesgo de crédito en caso de que alguno de estos grandes clientes incumpla con sus obligaciones. Sin embargo, para mitigar este riesgo se han adquirido seguros de crédito como medida preventiva.

Fluctuaciones en el costo de materias primas también podrían afectar los ingresos de la compañía. Estos determinados por la oferta y demanda, pero también por casos como fue la pandemia por COVID-19 y conflictos geopolíticos como es la guerra Ruso-Ucraniana que han aumentado los precios de las materias primas.

Además de los mencionados, se suman riesgos o problemas que podrían impactar la cadena de suministros, escasez de materias primas, crisis sanitarias como fue la

pandemia por COVID-19, donde esto último simultáneamente afectó las preferencias de consumo de las personas.

Otro factor para considerar son los cambios en las leyes de etiquetado y formas de publicidad de tanto bebidas alcohólicas como analcohólicas (véase sección “Regulación sobre bienes producidos”). Por último, existe el riesgo de que la imagen y calidad de los productos se vean afectados, y la posibilidad de que los seguros que se mantienen a la fecha no sean suficientes para cubrir cualquier eventualidad.

#### 2.1.4. Estructura corporativa:

La estructura corporativa se basa en la composición directiva al 31 de diciembre del año 2022, es decir, con la información proveniente de la memoria anual.

**Cuadro 5: Estructura corporativa**

Estructura corporativa	Cargo
Andrónico Mariano Luksic Craig	Director Titular: Presidente desde Abril 2013
Carlos Molina Solís	Director Titular: Vicepresidente desde Mayo 2018
María Gabriela Cadenas	Directora titular: desde octubre 2022
Vittorio Corbo Lioi	Director Titular Independiente: Desde abril 2022
José Francisco Pérez Mackenna	Director titular: Desde Julio 1998
Pablo José Granifo Lavín	Director titular: Desde abril 2013
Rodrigo Hinzpeter Kirberg	Director titular: Desde Julio 2015
Rory Cullinan	Director titular: Desde Mayo 2018
Marc Gross	Director titular: Desde Mayo 2020

Fuente: Elaboración propia memoria anual CCU 2022

#### 2.1.5. Información Bursátil:

Las acciones de CCU S.A. se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores desde el año 1920. El número de inscripción en el Registro de Valores a cargo de la CMF es “0007”. El código nemotécnico para la Bolsa de Comercio Santiago es “CCU”. Adicionalmente, los títulos accionarios de CCU se transan en la Bolsa Electrónica de Chile, Bolsa de Valores (Memoria Anual, 2022).

CCU S.A., es un emisor de ADRs, que actualmente se transan en el NYSE (CCU S.A. estuvo listado en NASDAQ entre 1992 y 1999). Un ADR es equivalente a 2 acciones ordinarias de CCU S.A. El código nemotécnico para el NYSE es "CCU" y el banco depositario de los ADRs es JPMorgan Chase Bank N.A. Al cierre de diciembre de 2022, la capitalización bursátil del programa de ADRs de CCU S.A. ascendió a USD 516 millones y representó el 20,92% de la propiedad de esta.

Por otro lado, la compañía también emite bonos para mantener su estructura de capital, tanto en mercados locales como internacionales.

**Cuadro 6: Resumen información**

Tipo de Información	
<b>Ticker o Nemotécnico</b>	CCU
<b>Clase de acción</b>	Acciones ordinarias de serie única. Al 31 de diciembre de 2022, el total de acciones suscritas y pagadas asciende a 369.502.872.
<b>Derechos de cada clase</b>	Todos los accionistas tienen derecho al mismo dividendo y los mismos derechos a voto.
<b>Mercado donde transa sus acciones</b>	Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa Electrónica de Chile y New York Stock Exchange ("NYSE") como ADR que equivalen a 2 acciones ordinarias.
<b>Descripción de la empresa</b>	Empresa multicategoría de bebestibles
<b>Rubros y países donde opera</b>	Posee tres segmentos que ellos mismos separan como Chile, Negocios Internacionales y Vinos, los cuales operan en Chile, Argentina, Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay

*Fuente: Elaboración propia con información de la memoria anual*

## **2.2. Descripción de la Industria.**

### **Cerveza**

El consumo de cerveza en Chile ha experimentado un aumento significativo, pasando de 30 a 59 litros per cápita entre 2005 y 2022, representando un incremento del 96,7%. En términos de ingresos, la industria cervecera ha evolucionado de mover US\$ 2.466

millones en 2016 a US\$ 4.656 millones en 2022, concentrando el 77% del consumo de bebidas alcohólicas en Chile y desplazando a opciones como vinos y licores. (Acechi, 2023)

No obstante, hay requerimientos de capital, limitado acceso a proveedores de materias primas y canales de distribución, los cuales podrían inhibir la entrada de nuevos competidores. Finalmente, es importante considerar los riesgos asociados al cambio climático, la escasez de agua podría ser un problema relevante en el mediano plazo, terminan por encarecer o entorpecer la producción. Otras barreras de entrada relevantes están relacionadas con la regulación tanto productivas como ambientales, pero principalmente la ley de etiquetados y el efecto negativo que eso conlleva sobre las ventas.

En cuanto a la rivalidad de la industria, se define como alta. Actualmente, la participación de mercado se concentra en solo 4 actores, CCU, AB InBev, Embotelladora Andina y Coca Cola Embonor. Al 2022 CCU lideraba con un 74% de la participación de mercado y Coca Cola Embonor alcanzó un 28,2%, de acuerdo a los cálculos de sus respectivas memorias anuales. La extrema concentración se intensificó con acuerdos como el de Coca-Cola Embonor S.A. y su filial Embotelladora Iquique S.A., quienes iniciaron en el 2020 la distribución y comercialización de las cervezas producidas y/o importadas por Cervecería Chile S.A., filial de la multinacional AB InBev.

Desde el punto de vista del consumidor, hay variadas razones que justifican la creciente demanda; mayor conocimiento del consumidor, oferta con variadas marcas y subcategorías para distintas ocasiones, facilidad de acceso a productos de mejor calidad (cervezas premium) a precios amigables, entre otros (La Tercera, 2022). Lo anterior, es sumamente positivo para los consumidores, por la alta variedad de productos, el costo de cambio es bajísimo y la compra informada es cada vez más recurrente, lo cual le da un mayor poder de negociación como consumidores directos de cerveza. Por otro lado, las empresas tienen clientes de carácter minoristas principalmente supermercados, quienes, de acuerdo con las memorias anuales de los actuales participantes de la industria, ninguno de estos clientes representa más del 10% de las compras efectivas. Eso da a entender que su poder de negociación no es tan relevante en términos de condiciones y precios.

Finalmente, los sustitutos existentes para las cervezas son productos como licores, piscos u otros tipos de bebidas alcohólicas. Las cuales podrían ser una amenaza, pero actualmente las empresas cerveceras se han preocupado de abarcar este tipo de productos. En el caso de CCU ha incorporado licores y pisco en su línea de productos, también Coca Cola Embonor comercializa Pisco y Ron, entre otros.

### **Vinos y Piscos**

En febrero de 2023, las exportaciones totales de vino alcanzaron los 45,6 millones de litros, generando un total de USD 95,4 millones. Sin embargo, estos números reflejan una disminución significativa del 15,8% en volumen y del 18,3% en valor en comparación con el mismo período en 2022(Odepa, 2023). Estos resultados contrastan con la tendencia al alza observada después de la pandemia, cuando el consumo per cápita aumentó, las ventas directas sin intermediarios se volvieron más frecuentes y los cambios en los hábitos de ocio impactaron positivamente en el consumo de vino.

Una característica muy propia de la industria vitivinícola en Chile es que está altamente fragmentada. De hecho, el registro de exportadores de vino chileno a diciembre de 2022 ascendía a 341 sociedades que enviaban sus productos a 136 países. A pesar de su atomización, la industria está liderada por 3 grandes actores; CCU, Coca-Cola Embonor y Viña Concha y Toro, con una participación de mercado de 19,9%, 21,3% y 29,9%, respectivamente. La industria del pisco tiene una estructura muy similar, hay líderes, pero al 2021 el 85% de los productos son personas con propiedades no mayores a las 5 hectáreas.

Una de las particularidades que comparten estas industrias, es el sistema de trabajo, el cual puede ser considerado arcaico y con poca automatización de las tareas. Lo cual es un desafío para las empresas que compiten actualmente y una barrera de entrada en términos de requerimiento de capital e inversión para quienes deseen ingresar a este rubro y crear valor. Además, el sistema de producción está sometido a riesgos ambientales, sequías, incendios forestales, enfermedades u hongos que podrían afectar la producción propia de la uva. Esto implica mayor inversión en prevención y seguros en

caso de imprevistos, lo que la convertiría en una industria poco atractiva para ingresar en desde el punto de vista productivo.

Por otro lado, analizando el poder de negociación de clientes y proveedores de la industria, ninguno representa más del 10% de las compras efectuadas para los participantes de esta industria y ninguna de estas compras es indispensable para los participantes de la industria.

La amenaza de sustitutos más latente es la cerveza. Así lo ha demostrado, debido a su exponencial difusión en el último tiempo. La accesibilidad, menor precio y bajos niveles de alcohol, lo ha convertido en una opción cada vez más atractiva para los consumidores. Y opciones de vinos y piscos, con niveles nulos de alcohol que se adaptan a los nuevos estilos de vida.

### **Bebidas no alcohólicas**

Los volúmenes en el sector continuarán creciendo en menor medida que 2022, en un contexto de menor liquidez en la economía chilena. Hay estudios que indican que entre 2002 y 2015 el mercado de bebidas no alcohólicas creció un 15% a nivel global y se espera que siga creciendo al mismo ritmo. (*IWRS, 2021*). Es una industria que promete seguir en expansión y que se adapta a estilos de vida más saludables y preferencias donde no haya alcohol de por medio. Desde el punto de vista de los consumidores, hoy cuenta con una amplia gama de productos que se ha adecuando a los distintos estilos de vida antes expuestos. En donde, la compra es informada, con alto poder de comparación y bajos costos de cambio.

Al igual que las otras industrias sigue siendo altamente concentrada, aunque se puede observar múltiples marcas, submarcas, opciones más saludables, con/sin azúcar e infinitas opciones. Todas estas son producidas, licenciadas y/o distribuidas por 3 grandes actores; CCU, Embotelladora Andina y Coca Embonor. En Chile a diciembre del 2022, la participación de mercado de Embotelladora Andina llegó a 64,1% en la categoría de gaseosas, a 40,2% en aguas, y a 40,8% en bebidas no carbonatadas. Por otro lado, Coca Cola Embonor, alcanzó los 64%, 40% y 44% en participación de mercado en Gaseosas, Jugos y otros, Aguas.

Una de las grandes barreras de entrada para los nuevos entrantes, está relacionada con lograr el posicionamiento que tienen las actuales marcas de bebidas no alcohólicas. Ejemplos como marcas de jugos, néctares o de bebidas, que forman parte del día a día de los consumidores y han generado una asociación instantánea entre la marca y el producto. Es algo difícil de imitar, que conlleva tiempo y profundo esfuerzo de marketing.

### 2.2.1 Principales competidores y comparables

Considerando el análisis de la industria donde participa CCU, se identifican las siguientes empresas comparables:

#### **AB InBev**

Anheuser-Busch Inbev SA es una empresa con sede en Bélgica. Actualmente, la compañía de cervezas más grande del mundo.

Cuenta con una variedad de marcas entre ellas; Budweiser, Corona y Stella Artois; marcas internacionales, incluidas Beck's, Leffe y Hoegaarden, y campeones locales, como Bud Light, Skol, Brahma, Antarctica, Quilmes, Victoria, Modelo Especial, Michelob Ultra, entre otras. El negocio de refrescos de la Compañía consiste tanto en producción propia como en acuerdos con PepsiCo relacionados con acuerdos de embotellado y distribución entre sus diversas subsidiarias y PepsiCo.

Respecto a resultados financieros relevantes, a diciembre del 2022:

- **EBITDA ajustado** consolidado de 19.466 millones de dólares, un 1,8% por sobre el año anterior y un -6,4% respecto del 2019, último año antes de la pandemia.
- Respecto a los **ingresos totales** que se concentran solo en un rubro, los cuales alcanzaron los 57.786 millones de dólares, un 6,4% más altos que en el año 2021.

**Cuadro 7: Resumen Ab inbev**

Antecedentes	Ab inbev
Mercados; Ticker o Nemotecnico	Euronext; ABI, NYSE; BUD, Mexbol; ANB y JSE; ANH
Clase de acción (cantidad)	Acciones ordinarias (1.693.242.156); Acciones restringidas (325.999.817)
Derechos de cada clase	Los tenedores de acciones ordinarias y restringidas tienen derecho a recibir dividendos según se declaren de vez en cuando y tienen derecho a un voto por compartir en reuniones de la empresa. Con respecto a las acciones restringidas (propiedad de Ab-inbev), los derechos están suspendidos. Las acciones restringidas no cotizan en bolsa, no están admitidas a negociación en ninguna bolsa de valores y están sujetas, entre otras cosas, a restricciones sobre transferencia hasta su conversión en nuevas acciones ordinarias
Sector e industria	Bebidas alcohólicas
Países y negocios	La compañía opera en 7 segmentos, clasificados por ubicación geográfica; América del Norte, México, América Latina Norte, América Latina Sur, Europa, Asia Pacífico y Exportaciones Globales y Holding Companies.
Rendimiento financiero acumulado 2022	Ingresos: M US\$ 57.786 EBITDA: M US\$ 19.466

Fuente: Elaboración propia con datos de reportes financieros de Ab inbev 2022.

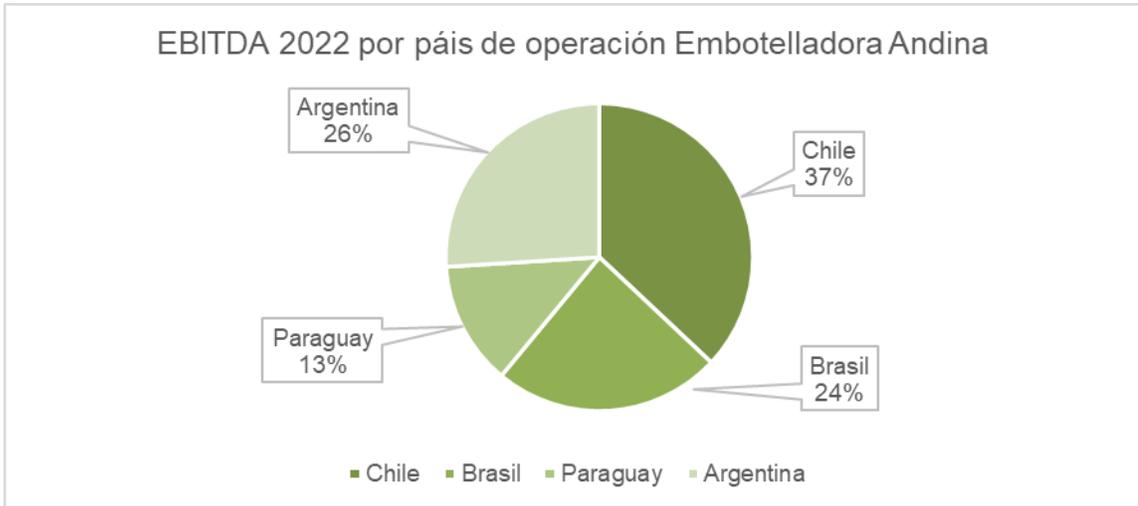
### **Embotelladora Andina**

Compañía que cuenta con la licencia para producir y distribuir los productos de Coca Cola en Chile, Argentina, Brasil y Paraguay. Esta empresa, cuenta con un portafolio de productos que incluyen; Gaseosas, jugos, aguas y otras bebidas no alcohólicas. Adicionalmente, dentro de la categoría ha desarrollado más de 15 marcas en cada una de estas. Sin embargo, la organización del negocio y la creación de los estados financieros es en base al lugar geográfico de las operaciones. Actualmente, transa en dos bolsas; Bolsa de Comercio de Santiago (Chile) y NYSE (New York Stock Exchange).

Respecto a resultados financieros relevantes, a diciembre del 2022:

- EBITDA ajustado consolidado de Ch\$464.510 millones, un 16,9% por sobre el año anterior y un 33,1% respecto del 2019, último año antes de la pandemia. Al 2022 este se divide de la siguiente forma de acuerdo con el país de operación (Gráfico 4):

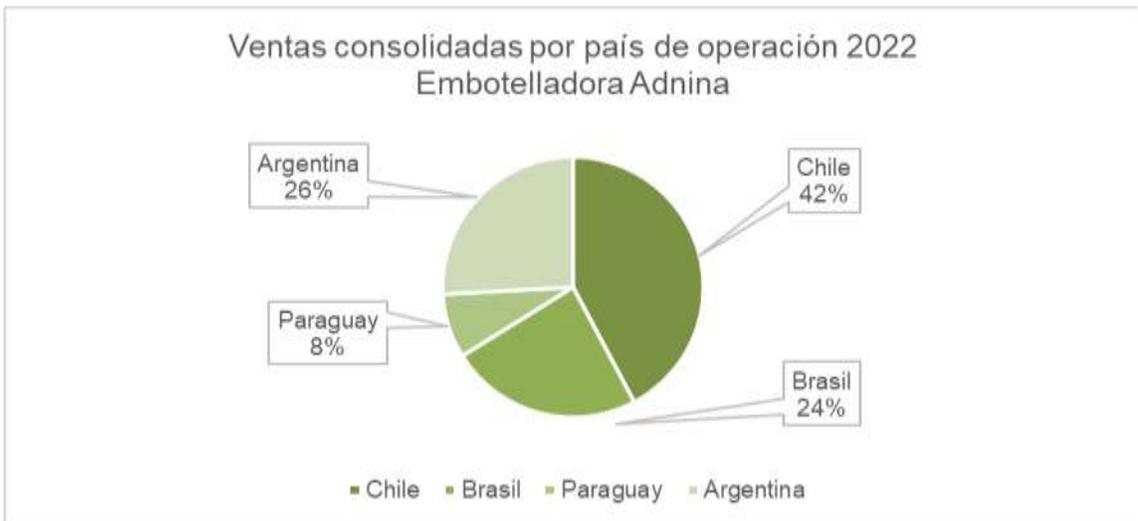
**Gráfico 4: Ebitda por país de operación**



Fuente: Embotelladora Andina S.A., Memoria Integrada 2022

- Ingresos por ventas alcanzaron los M\$ 2.656.878.395 (75670,8 UF) en los 4 países donde opera la compañía y se subdividieron de la siguiente manera:

**Gráfico 5: Ventas consolidadas por país de operación**

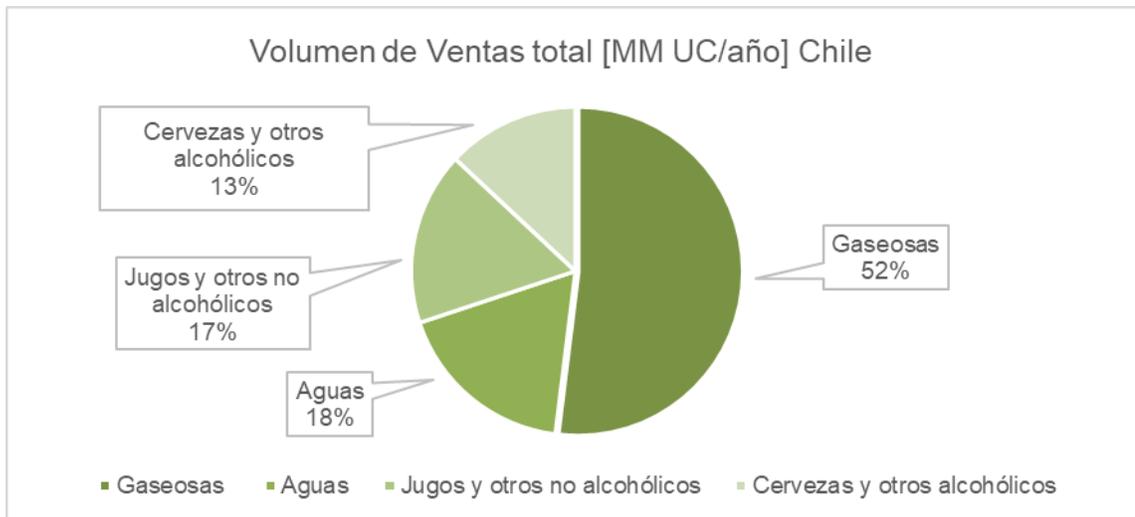


Fuente: Embotelladora Andina S.A., Memoria Integrada 2022

Finalmente, analizamos la importancia relativa de cada categoría de producto específicamente en Chile observamos que la categoría de productos de “gaseosas”

lidera con el 52% del volumen total de ventas y se impone con 64% de participación de mercado, ambas en Chile a diciembre del 2022:

**Gráfico 6: Volumen de ventas total Embotelladora Andina Chile**



Fuente: Embotelladora Andina S.A., Memoria Integrada 2022

**Cuadro 8: Resumen Embotelladora Andina S.A.**

<b>Antecedentes</b>	<b>Embotelladora Andina S.A.</b>
<b>Mercados; Ticker o Nemotecnico</b>	Bolsa de Comercio de Santiago: Andina-A y Andina B NYSE: AKO/A y AKO/B
<b>Clase de acción (cantidad)</b>	473.289.301 acciones de la Serie A 473.281.303 acciones de la Serie B
<b>Derechos de cada clase</b>	La Serie A tienen derecho a elegir 12 de los 14 directores, las acciones de la Serie B tienen derecho a elegir 2 de los 14 directores y a recibir todos y cualquiera de los dividendos que por acción distribuya la Compañía, sean provisorios, definitivos, mínimos obligatorios, adicionales o eventuales, aumentados en un 10%.
<b>Sector e industria</b>	Gaseosas, jugos, aguas y otras bebidas no alcohólicas.
<b>Países y negocios</b>	Chile, Brasil, Paraguay y Argentina.
<b>Clasificación de riesgo</b>	AA+
<b>Rendimiento financiero acumulado 2022</b>	Ingresos: M US\$ 3.058,4 EBITDA : M US\$ 534,7

Fuente: Elaboración propia

- **Coca-Cola Embonor S.A.**

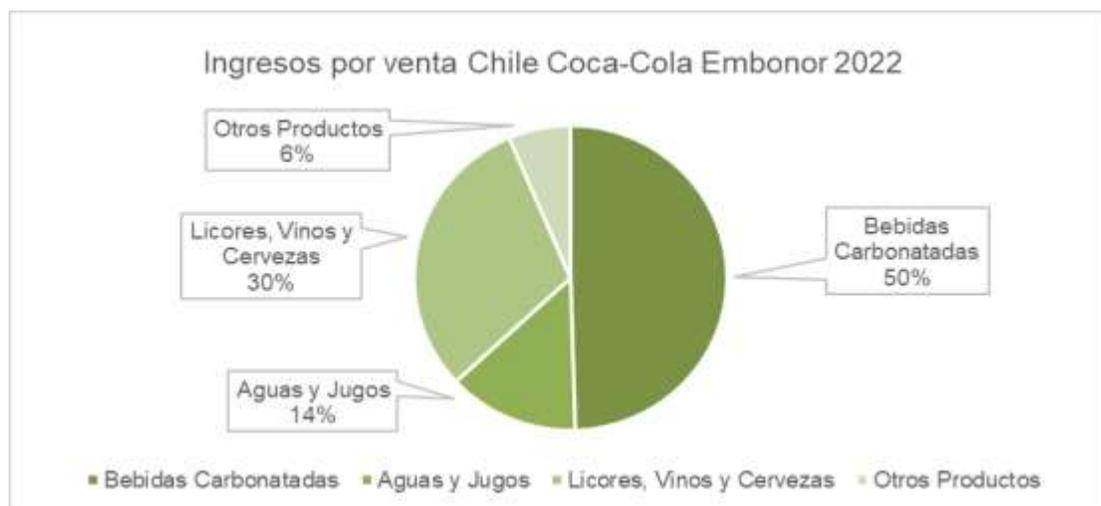
Coca-Cola Embonor es una sociedad anónima abierta, que transa en Bolsa de Comercio de Santiago bajo nemotécnico EMBONOR-B. Esta compañía tiene como objeto comercializar, embotellar y distribuir bebidas gaseosas y no carbonatadas, además de comercializar y distribuir cervezas, vinos y licores. En la categoría de bebidas analcohólicas, opera bajo la licencia de The Coca-Cola Company y desarrolla su actividad en Chile a través de Coca-Cola Embonor S.A. y Embotelladora Iquique S.A., y en Bolivia, a través de Embotelladoras Bolivianas Unidas S.A.

La forma de organizar su negocio es en base a los tipos de canales que atiende. Entre ellos, mercado de canal tradicional, supermercados, comer y beber, mayorista y otros.

Respecto a resultados financieros relevantes, a diciembre de 2022:

- El EBITDA creció 10,9% respecto del mismo período del año anterior llegando a M\$ 177.546.108. Este crecimiento responde al aumento de los ingresos, impulsado por el crecimiento de las ventas de la franquicia Coca-Cola y las nuevas categorías, además de una adecuada gestión comercial en el mercado.
- Respecto a los Ingresos por ventas, crecieron un 19,1% respecto del 2021. Específicamente en Chile, los ingresos se concentran en las “Bebidas Carbonatadas” y el resto de ingreso se distribuyen de la siguiente forma:

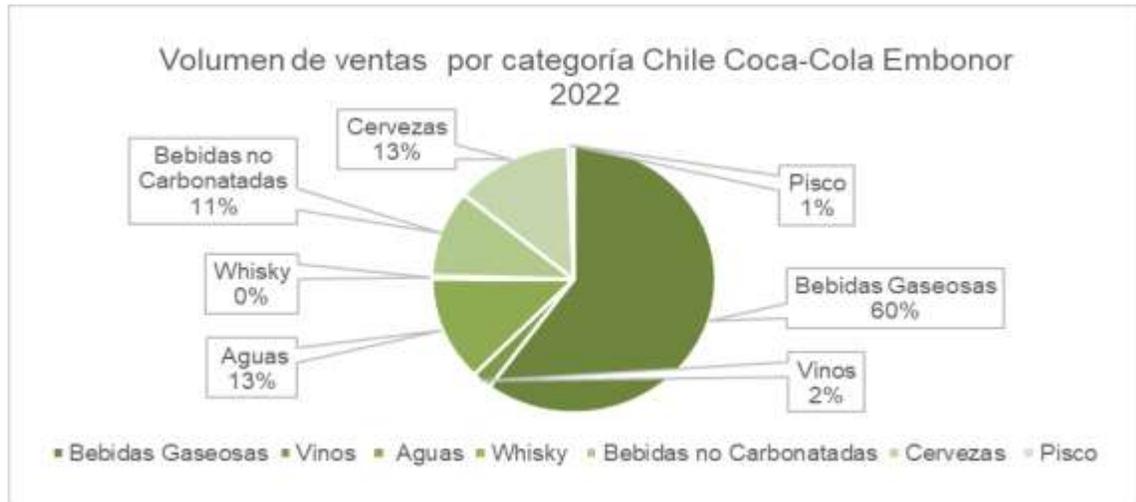
**Gráfico 7: Ingreso por ventas Coca-Cola Embonor Chile**



Fuente: Coca-Cola Embonor S.A., Memoria Integrada 2022

Finalmente, como es de esperar, el volumen de ventas sigue la misma tendencia:

**Gráfico 8: Porcentaje volumen de ventas por categoría Chile 2022**



Fuente: Coca-Cola Embonor S.A., Memoria Integrada 2022

**Cuadro 9: Resumen informativo de Coca-Cola Embonor S.A.**

<b>Antecedentes</b>	<b>Coca-Cola Embonor S.A.</b>
<b>Mercados; Ticker o Nemotécnico</b>	Bolsa de Comercio de Santiago: Embonor-A/Embonor-B
<b>Clase de acción (cantidad)</b>	244.420.704 acciones de la Serie A 266.432.526 acciones de la Serie B
<b>Derechos de cada clase</b>	La <b>serie A</b> , tienen derecho de elegir 6 directores titulares de la sociedad, con sus respectivos suplentes. Además, de tener derecho a voto pleno y sin limitaciones La <b>serie B</b> Derecho a recibir todos y cualquiera de los dividendos que por acción distribuya la Sociedad, aumentados en un 5%, respecto de los que recibieron los accionistas de la Serie A. Sin embargo, tienen derecho a voto limitado, pudiendo votar sólo respecto de la siguiente materia: la elección de un director Titular de la Sociedad y su respectivo Suplente.
<b>Sector e industria</b>	Gaseosas, aguas y bebidas no carbonatadas.
<b>Países y negocios</b>	Chile y Bolivia
<b>Clasificación de riesgo</b>	AA
<b>Rendimiento financiero acumulado 2022</b>	Ingresos: MM\$ 1.113.178 EBITDA: MM\$ 177.546

Fuente: Coca-Cola Embonor S.A., Memoria Integrada 2022

- **Viña Concha Y Toro**

Viña Concha y Toro es una sociedad anónima abierta, que transa en Bolsa de Comercio de Santiago bajo nemotécnico CONCHATORO.

Esta empresa desarrolla sus actividades productivas en el sector industrial vitivinícola de Chile, Argentina y Estados Unidos. Actualmente, es la segunda comercializadora de vino en Chile y de acuerdo con A.C. Nielsen, en 2022 tuvo una participación en el mercado doméstico de un 29,9% en términos de valor.

Viña Concha y Toro y sus subsidiarias operan en los siguientes segmentos de negocios; Vinos, Otros (distribución de licores y cervezas premium) e Inmobiliario. No obstante, la información financiera se organiza en 3 categorías: Vinos, Prestación de servicios (realizar inversiones en bienes raíces rústicos o urbanos, adquirirlos, venderlos y construirlos, sea por cuenta propia o ajena, administrarlos y percibir sus frutos) y Otros.

Respecto a resultados financieros relevantes, a diciembre de 2022:

- El EBITDA fue de \$135.227 millones, un 17,7% menor a la cifra de 2021
- Los ingresos totales alcanzaron los 870.582 millones de pesos, de los cuales el 79,6% se concentran en Chile, le siguen Estados Unidos y Argentina con un 10,7% y 9,7% del total de ventas, respectivamente. Respecto a la subdivisión de los ingresos por categoría y la forma en que opera la empresa (Gráfico 9). Se puede apreciar que el negocio principal gira en torno a la venta de Vinos, con el 93% de las ventas.

**Gráfico 9: Ingreso por venta Consolidados por categoría 2022**



Fuente: Viña Concha y Toro S.A., Memoria Integrada 2022

**Cuadro 10: Resumen Viña Concha y Toro S.A.**

Antecedentes	Viña Concha y Toro
Mercados; Ticker o Nemotécnico	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile: CONCHATORO
Clase de acción (cantidad)	747.005.982 acciones.
Derechos de cada clase	Todos los accionistas tienen derecho al mismo dividendo y los mismos derechos a voto.
Sector e industria	Bebidas alcohólicas
Países y negocios	Exportación a más de 130 destinos, los principales son: Estados Unidos, Argentina, México, Canadá, entre otros.
Clasificación de riesgo	AA
Rendimiento financiero acumulado 2022	Ingresos: \$870.582 millones
	EBITDA: \$135.227 millones

Fuente: Viña Concha y Toro S.A., Memoria Integrada 2022

## **2.2.2 Regulación y Fiscalización Chile**

### **1. Regulaciones en el Marco Corporativo:**

- CCU está tiene un Código de Conducta del Directorio , el cual basa su interpretación respecto a la Ley N°8.046 sobre Sociedades Anónimas y su Reglamento, la Ley N°18.045 de Mercado de Valores y su Reglamento, y la Ley N°20.393 sobre Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas, así como la regulación impartida por las entidades públicas correspondientes, en especial de la CMF, y la normativa, políticas y procedimientos internos de la Compañía, incluyendo los estatus sociales vigentes y el Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado (“MMIIM”).
- Adicionalmente, vela por el cumplimiento a las regulaciones de la Securities Exchange Act de 1934, la Sarbanes Oxley Act de 2002 (“Ley SOX”) y de la normativa dictada al respecto por la Securities and Exchange Commission (“SEC”) y del NYSE, que es aplicable a CCU S.A. en tanto emisor de ADRs que se transan en el NYSE.

### **2. Regulaciones ambientales:**

- Ley N°20.920, llamada Ley de Responsabilidad Extendida del Productor y Fomento al Reciclaje (“Ley REP”), apunta a consolidar una industria responsable de la cadena de sus productos, por medio de la prevención de generación de residuos y de su recuperación y reciclaje. Además, la Ley N°21.368, que regula los productos de plástico de un solo uso y las botellas de plástico, y que refuerza la retornabilidad.

### **3. Regulación sobre bienes producidos:**

- Reglamento Sanitario de los Alimentos para los productos sin alcohol (gaseosas, agua, néctares, jugos en polvo, energéticas), y su modificación con la Ley N° 20.606, “Sobre composición nutricional de los alimentos”.

- Ley N°18.455, que fija Normas Sobre Producción, Elaboración y Comercialización de Alcoholes Etílicos, Bebidas Alcohólicas y Vinagres, reglamentada en el Decreto N°78 del Ministerio de Agricultura de 1986.
- Ley N°19.925: Ley sobre expendio y consumo de bebidas alcohólicas: regula el expendio de bebidas alcohólicas, su etiquetado y normas sobre publicidad; las medidas de prevención y rehabilitación del alcoholismo, y las sanciones y los procedimientos aplicables a quienes infrinjan las disposiciones pertinentes.
- Ley N°21.363 que establece normas en materia de Comercialización y Publicidad de Bebidas Alcohólicas, disponiendo, entre otros, la incorporación de advertencias sobre el consumo de alcohol en el etiquetado y la publicidad, entre otros.
- Decreto 521, Fija el reglamento de la denominación de origen Pisco: El presente reglamento regula el uso de la denominación de origen pisco y las condiciones, características y modalidades que deben cumplir respecto de la materia prima a utilizar, elaboración y envasado de este producto

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

#### **3.1 Bonos.**

Según los estados financieros de la compañía, CCU presenta obligaciones con el público correspondiente a bonos corporativos correspondientes a series H, J, L, M, D, P y R, los cuales están presentes al 31 de marzo del presente año en cuentas corrientes como no corrientes. A continuación, se presentará en un cuadro resumen con información relevante:

**Cuadro 11: Resumen informativo de Bonos de CCU**

Nemotécnico	BCERV-L	BCERV-H	BCERV-J	BCERV-M
Moneda	UF	UF	UF	UF
Valor nominal	5.000.000	2.000.000	3.000.000	5.000.000
Plazo	7 años	20 años	25 años	10 años
Estructura	Bullet	Francés	Bullet	Bullet
Tasa cupón	1,2% anual	4,25% anual	2,9% anual	1,6% anual
Pago de intereses	semestrales	semestrales	semestrales	semestrales
Fecha de vencimiento	01-06-2027	15-04-2030	10-08-2043	01-06-2030
Valor nominal cada bono	500 UF	500 UF	500 UF	500 UF
Cantidad de bonos	10.000	-	6.000	4.000
Clasificación de riesgo	AA+/AA+(Fitch/ICR)	AA/AA(Fitch/ICR)	AA+/AA+(Fitch/ICR)	AA+/AA+(Fitch/ICR)
Nemotécnico	BCERV-P	BCERV-R	BCERV-D	BCERV-K
Moneda	UF	UF	UF	UF
Valor nominal	2.000.000	4.000.000	1.500.000	5.000.000
Plazo	10 años	20 años	5 años	5 años
Estructura	Bullet	Bullet	Francés	Bullet
Tasa cupón	3,35% anual	2,7% anual	1% anual	1,2% anual
Pago de intereses	semestrales	semestrales	semestrales	semestrales
Fecha de vencimiento	15-03-2032	15-09-2042	01-06-2025	01-06-2025
Valor nominal cada bono	500 UF	500 UF	500 UF	500 UF
Cantidad de bonos	4.000	8.000	-	10.000
Clasificación de riesgo	AA+/AA+(Fitch/ICR)	A+/A+(Fitch/ICR)	AA-/AA-(Fitch/ICR)	AA+/AA+(Fitch/ICR)

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

CCU a la fecha cuenta con más de 4 bonos vigentes, a distintos plazos. Específicamente uno de los bonos de más largo plazo es su Bono de Serie J el cual vence en el año 2043, pero no es líquido. Dado que no se está transando, no sería representativo para los posteriores cálculos y análisis. Por esta razón es que se decide trabajar con el bono H que, si bien su madurez es menor, se transa en el mercado y se obtiene la TIR deseada que entrega el mercado. El cual se describe con mayor detalle a continuación:

- **Bono Serie H**

Con fecha 23 de marzo de 2009 y bajo el número 573, CCU inscribió en el registro de valores la emisión del Bono Serie H, con vencimiento el 15 de marzo de 2030. Este bono realiza pagos de intereses y amortización semestrales a partir del 15 de septiembre de 2019, devengando una tasa de interés fija anual de 4,25%. El motivo de la emisión de este bono fue con objeto de financiar los pasivos financieros.

### 3.2 Deuda Financiera.

Dentro de la categoría de otros estados financieros están los préstamos bancarios, obligaciones con el público, instrumentos financieros derivados, pasivos de cobertura, depósitos recibidos en garantía de envases y contenedores y pasivos por contrato de opción. Estas cuentas serían tanto corrientes como no corrientes.

Para poder visualizarlo, se realizó un cuadro en donde se muestran las distintas cuentas relacionadas a los pasivos financieros en donde se pasaron a valores de la UF al final de cada periodo (cuadro 12).

**Cuadro 12: Detalle Deuda Financiera**

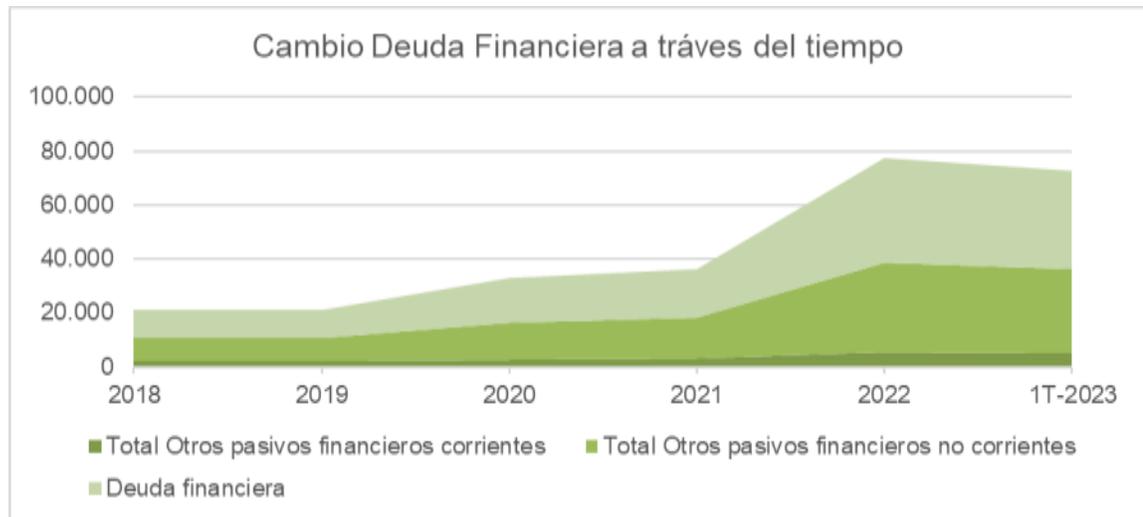
MUF	2018	2019	2020	2021	2022	1T-2023
<b>Corrientes</b>						
Prestamos bancarios	1.384	1.499	1.299	2.458	3.837	2.985
Obligaciones con el público	148	238	265	261	879	682
Obligaciones por arrendamientos financieros	13	-	-	-	-	109
Instrumentos financieros derivados	181	8	146	13	107	111
pasivos de cobertura	43	28	183	154	131	331
Depósitos recibidos en garantía de envases	507	469	486	387	339	696
Total Otros pasivos financieros corrientes	<b>2.277</b>	<b>2.244</b>	<b>2.378</b>	<b>3.273</b>	<b>5.294</b>	<b>4.916</b>
<b>No corrientes</b>						
Prestamos bancarios	2.728	3.523	3.032	3.694	2.416	2.062
Obligaciones con el público	4.908	4.727	11.170	10.962	30.808	29.068
Instrumentos financieros derivados	637	-	-	-	-	-
Pasivos de cobertura	6	-	-	130	262	243
Total Otros pasivos financieros no corrientes	<b>8.278</b>	<b>8.250</b>	<b>14.203</b>	<b>14.787</b>	<b>33.485</b>	<b>31.374</b>
<b>Deuda financiera</b>	<b>10.555</b>	<b>10.494</b>	<b>16.581</b>	<b>18.060</b>	<b>38.779</b>	<b>36.290</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF CCU

Podemos notar que La Deuda Financiera fue aumentando a través del tiempo, específicamente a fines del año 2021 con un notorio crecimiento. Se puede ver que los pasivos financieros corrientes, es decir aquellas obligaciones menores a un año, se han

mantenido relativamente constantes en el tiempo, por lo que son los pasivos financieros no corrientes los que explican los mayores cambios sobre el total de la deuda financiera.

**Gráfico 10: Deuda financiera a través del tiempo**



Fuente: Elaboración propia a partir de EEFF CCU

### 3.3 Patrimonio Económico.

CCU sólo posee una clase de acciones que son ordinarias y poseen los mismos derechos a dividendos. La cantidad de acciones suscritas y pagadas no han variado durante el tiempo de estudio, más específicamente, el número de acciones no han variado desde el año 2013 en dónde a través de un hecho esencial se da a conocer el aumento de capital de 51.000.000 nuevas acciones ordinarias, colocadas tanto en el mercado nacional como a través de ADRs en EE.UU y otros mercados fuera de Chile (Memoria Anual, 2022), con un precio fijado por la junta de directores en 6.500 pesos.

Por otro lado, el precio de la acción ha disminuido en la brecha de estudio (2018 - 1T 2023). El menor precio se puede apreciar a finales del periodo anual 2020. Esto se puede atribuir a la crisis sanitaria global que afectó la economía global y donde también se vio aumentos progresivos de las tasas de interés globales. Esto significa que el valor cayó tanto por la crisis económica como por un traspaso de renta variable a renta fija. Dentro

de la brecha de estudio, el precio cayó alrededor de un 30%, desde \$8.916 a \$6.120 donde el menor valor fue en el año 2020 alcanzando al 31-12-2020 un valor de \$5.247.

El patrimonio económico es calculado como una multiplicación simple entre la cantidad de acciones suscritas y pagadas por el precio de la acción a la fecha:

**Cuadro 13: Patrimonio económico en MUF**

	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023
Precio Bolsa Acción (\$)	8.916	7.370	5.247	6.930	5.865	6.120
Precio Bolsa Acción (MUF)	0,00032	0,00026	0,00018	0,00022	0,00016	0,00017
N° de acción suscritas y pagadas	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872	369.502.872
Patrimonio Económico (V) (MUF)	119.508	96.194	66.693	82.624	59.618	62.766

Fuente: Elaboración propia con información Memoria Anual y la Bolsa de Santiago

Por lo tanto, el patrimonio económico sólo varía por las fluctuaciones del precio de la acción en la brecha de tiempo de estudio. Podemos notar que desde el año 2018 a la fecha, el precio de la acción disminuyó alrededor de un 30%, el número de acciones se mantuvo constante y el patrimonio económico disminuyó alrededor de un 47%. Esta diferencia se explica por la inflación que ha experimentado Chile pasando de un valor de la UF de 27.566 pesos en el año 2018, a 36.028 pesos al 31 de marzo del presente año, es decir, un aumento de 21%.

### 3.4 Valor económico de la empresa.

El valor económico es la suma entre la deuda financiera (B) y el patrimonio económico (P) obtenidos con anterioridad.

**Cuadro 14: Cálculo del valor económico de la empresa en MUF**

	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023
Deuda Financiera (B)	10.555	10.494	16.581	18.060	38.779	36.290
Patrimonio Económico (P)	119.508	96.194	66.693	82.624	59.618	62.766
V = B + P	130.063	106.688	83.273	100.683	98.397	99.057

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF

Como se mencionó con anterioridad, la Deuda financiera aumentó en la brecha temporal de estudio, pasando de 10.555 UF a 36.290, es decir, un aumento de 244% aproximadamente el cual este aumento radica principalmente en un aumento de los pasivos financieros no corrientes, es decir, un aumento de la deuda con el público a través de bonos. El patrimonio económico disminuyó aproximadamente un 47%. Finalmente, el valor económico (V) que es la suma entre la deuda financiera y el patrimonio disminuyó alrededor de 24% de 130.063 UF en el año 2018 a 99.057 a marzo del presente año.

### 3.5 Estructura de capital.

Para la estructura de capital se requiere dividir la deuda financiera sobre el valor económico de la empresa.

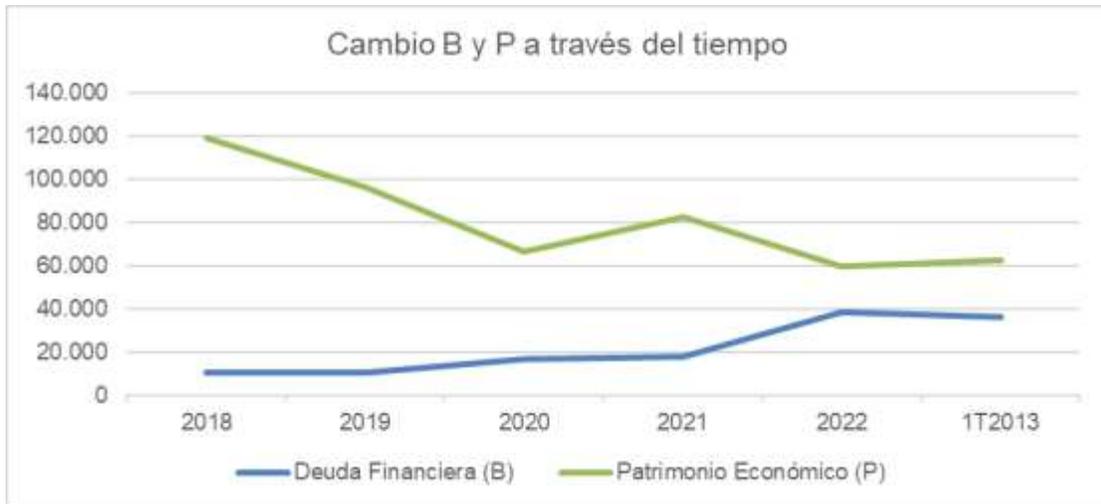
**Cuadro 15: Estructura de capital**

	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-12-2023	Promedio
<b>B/V (%)</b>	8,12%	9,84%	19,91%	17,94%	39,41%	36,64%	38,02%
<b>P/V (%)</b>	91,88%	90,16%	80,09%	82,06%	60,59%	63,36%	78,03%
<b>B/P</b>	0,09	0,11	0,25	0,22	0,65	0,58	0,32

*Fuente: Elaboración propia con información de los EEFF*

Podemos notar que la deuda financiera ha aumentado considerablemente a través del tiempo pasando de un 8.12% del valor económico de la empresa en el año 2018, a ser un 36.64% del valor de la empresa a marzo de 2023. Así, el patrimonio económico ha disminuido pasando desde un 91.88% del valor de la empresa a un 63.36%. Finalmente podemos notar que el ratio deuda financiera sobre patrimonio (B/V) se sigue manteniendo menor a uno, es decir, que el patrimonio se mantiene mayor a la deuda financiera, pero a medida que pasa el tiempo fue aumentando paulatinamente la deuda financiera sobre el patrimonio, llegando a un ratio de 0,57 veces. En el gráfico 11 podemos notar cómo ha ido disminuyendo el patrimonio económico y como ha ido aumentando la deuda financiera de la compañía.

**Gráfico 11: Cambio Deuda financiera (B) y patrimonio económico (P) a través del tiempo**



Fuente: Elaboración propia con información EEFF

Podemos notar que el promedio de la proporción de la deuda financiera sobre el valor económico de la empresa es 38.02% ya que este fue considerado como el promedio de los últimos dos periodos, es decir, entre el B/V del año 2022 y el primer trimestre del año 2023. Esto se realiza de esta forma dado que la cuenta de “Obligaciones con el Público” no corrientes aumentó considerablemente en el año 2020 e incluso alcanzando un aumento de 270% el año 2022 versus el año 2019, por lo que la realidad de financiamiento de la empresa cambió radicalmente en esos años.

**Gráfico 12: Cambio estructura de endeudamiento a través del tiempo (B/V) v/s objetivo**



Fuente: Elaboración propia con información de EEFF

## 4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL.

### 4.1 Datos y procedimiento.

El cálculo del beta patrimonial se realizará mediante el siguiente modelo de mercado:

$$R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \epsilon_{t,i}$$

Donde  $R_{t,i}$  corresponde al retorno esperado del instrumento  $i$ , en este caso de la compañía de estudio CCU,  $\beta$  es el costo de capital a estimar,  $R_{t,m}$  es el retorno de mercado esperado en el momento  $t$  y  $\epsilon_{t,i}$  correspondería al error del modelo.

Para poder realizar esto se requiere la siguiente información:

1. Prima por riesgo de mercado para Chile ( $prm$ ): Se utilizará un valor de 6.76% donde se asume una prima por riesgo de mercado de Estados Unidos de 5.5% que es el recomendado por Duff & Phelps y usando el método basado por Credit Default Swaps (CDS). Esto es utilizar el CDS soberano neto de EEUU y luego multiplicarlo por 1.4 que es la razón de volatilidad (desv. estándar acciones dividido, desv. estándar bonos), más 5.5% mencionado con anterioridad (Maquieira, 2023).
2. Tasa impuesto corporativo: La tasa de impuesto corporativo en Chile es de 27% que es un impuesto de primera categoría el cual se ha mantenido desde el año comercial 2018.

### 4.2 Costo y beta de la deuda.

El costo de la deuda se obtendrá del bono serie H, el cual vence el 2030 con un cupón de 4.25% cuya fecha de emisión fue en el año 2009. Si bien la compañía posee bonos con una fecha de vencimiento mayor, este bono es uno de los más largos listados por CCU y líquido, es decir, que transa. El bono presenta una YIELD para el 31 de marzo del 2023 de 3.35% que sería  $K_b$ . Y a través de la siguiente fórmula se obtendrá  $\beta_b$ :

$$\beta_b = \frac{K_b - r_f}{PRM}$$

Donde  $\beta_b$  es el beta de la deuda o lo exigido por los bonitos,  $K_b$  es la tasa cupón o el costo de la deuda,  $r_f$  es la tasa libre de riesgo que será considerada BCU-20 de 1.67% (Maquieira, 2023) ya que es más parecido a la madurez o plazo del bono y es más líquido que uno de 30, y  $PRM$  Es el premio por riesgo que es 6.7% mencionado con anterioridad. Por ende, al reemplazar los valores se obtiene:

$$\beta_b = \frac{3.35\% - 1.67\%}{6.7\%} = 0.25$$

#### 4.3 Estimación beta patrimonial.

Para poder estimar el beta patrimonial se obtuvieron los precios diarios desde *yahoo.finance* de la compañía (CCU) y del IGPA (índice general de precios de acciones) que es un mejor indicador y representante del mercado, a través de la página *investing*. Posterior a esto, se dejaron los precios a fines de cada semana y ajustando por aquellas semanas donde el viernes era feriado. Luego se obtiene el retorno simple tanto de la acción como del IGPA, por lo que se produce una nueva base de datos, utilizando la siguiente fórmula:

$$R_t = \frac{P^{\circ}Hoy - P^{\circ}Ayer}{P^{\circ}Ayer}$$

Finalmente se realiza una regresión por mínimos cuadrados ordinarios siguiendo la siguiente fórmula:

$$R_{CCU,t} = \alpha + \beta * R_{IGPA,t} + \epsilon_t$$

Donde  $R_t$  es el retorno de la acción (CCU),  $IGPA_t$  es el retorno del indicador de mercado IGPA y  $\epsilon_t$  es el error de la regresión. Los resultados de la regresión se muestran en el cuadro 16.

**Cuadro 16: Resumen**

	31-03-2019 // 31-03-2021	31-03-2021 // 31-03-2023	31-03-2018 // 31-03-2023	31-03-2018 // 31-03-2023*
Beta de la acción	0.76	0.23	0.55	0.49
P-Value	0	0.086	0	0
N° Observaciones	103	103	259	259
Presencia bursátil	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia \* Realizado con una variable binaria que indicaba un año con pandemia o no.

Se realizaron regresiones de a dos años en primera instancia. Primero, desde el 31-03-2019 hasta el 31-03-2021. Esta fecha entrega un beta significativo de 0.76, pero no se considera representativo para la presente valorización por datos muy antiguos y por contener un año poco representativo para la economía dada la pandemia. Los siguientes dos años fueron desde marzo 2021 a marzo 2023. Esta información es reciente pero el beta no es significativo, concluyendo que es por la misma razón entregada con anterioridad. Por último, para visualizar, se genera una regresión con datos desde marzo 2018 a marzo 2023, pero todavía incluye datos distorsionadores por pandemia.

Por ende, se genera una nueva regresión agregando una interacción con una variable binaria que toma el valor de 1 si se considera una fecha dentro de la pandemia. Se consideró como inicio el primer día de confinamiento en Chile que fue el 18 de marzo del 2020, hasta el 31 de Julio que fue el mes donde se terminaron todas las cuarentenas en la región Metropolitana.

$$R_{CCU,t} = \alpha + \beta * R_{IGPA,t} + \gamma * R_{IGPA,t} * Pandemia + \epsilon_t$$

Con esto se obtiene un beta igual a 0.49 y significativo cuando “Pandemia” toma el valor de 0. Cuando Pandemia toma el valor de 1, este valor es igual a 0.61 (0.49 + 0.12, donde 0.12 es el coeficiente de la intersección).

Al beta estimado se realizará un ajuste conocido como el ajuste de Blume, para llevar los betas patrimoniales a 1 para aquellas empresas que todavía no han alcanzado su madurez y también utilizado por Bloomberg. Este se calcula de la siguiente forma:

$$\beta_{ajustado} = 0.33 + 0.67 * \beta_{mco}$$

Los datos anteriores (0.33 y 0.67) son valores entregados por Bloomberg y periódicamente ajustados por estadística bayesiana (Parisi, 2004). Ahora bien, reemplazando el valor obtenido a través de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), se obtiene:

$$\beta_{ajustado} = 0.33 + 0.67 * 0.49 = 0.658$$

Este es el beta patrimonial con deuda. El beta patrimonial sin deuda no es necesario obtenerlo, es decir, realizar el desapalancamiento, dado que el riesgo financiero ya está incluido para todo el periodo de estimación. Esto se debe a que la estructura de capital objetivo es el promedio.

#### 4.4 Costo patrimonial.

Ahora se utilizará las fórmulas de CAPM y con los datos ya obtenidos para poder calcular el costo patrimonial ( $K_p$ ):

$$\begin{aligned}K_p &= r_f + PRM * \beta_p^{c/d} \\K_p &= 1.77\% + 6.76\% * 0.658 \\K_p &= 6.218\%\end{aligned}$$

#### 4.5 Costo de capital o WACC.

Finalmente se calcula el costo de capital con la fórmula de Modigliani y Miller del año 1963 que considera los impuestos corporativos.:

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

Reemplazando, los ratios a utilizar son los objetivos, es decir, los promedios:

$$K_0 = 6.218\% * 61.88\% + 3.35\% * (1 - 27\%) * 38.02\%$$

$$K_0 = 4.784\%$$

## 5. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

### 5.1. Análisis de las empresas comparables

La selección de empresas comparables para la conformación de los múltiplos del mercado se basa en dos criterios:

1. Las empresas seleccionadas compartan o compitan en al menos un segmento o rubro. Esto se debe a que CCU participa en varias industrias simultáneamente, esto dificulta encontrar un competidor que se desenvuelva en exactamente las mismas que este compite. Por lo que un conjunto de empresas es un buen proxy.
2. La zona geográfica también es relevante, es decir, que compitan en los mismos países, además de Chile.
3. Finalmente, que estas empresas transen en bolsa, tanto en Chile como en el extranjero.

Es por lo anterior, que las empresas seleccionadas serán 4; Viña Concha y Toro, Embotelladora Andina, Coca Cola Embonor e Inbev.

### 5.2. Múltiplos de la industria

Antes del cálculo de los múltiplos de la industria se presentarán los múltiplos de CCU, con datos consolidado a diciembre del 2021 y 2022.

**Cuadro 17: Múltiplos de CCU**

Tipo de Múltiplo	dic-22	dic-21	Promedio
Price-Earnings Ratio (PER)	17,71	12,86	15,29
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	7,98	6,42	7,20
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	13,06	8,64	10,85
Price to Book Equity (PBV)	1,46	1,80	1,63
Value to Book Ratio (VBR)	1,23	1,57	1,40
Price to Sales Ratio (PS)	0,77	1,03	0,90
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,05	1,26	1,15

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF CCU

Posteriormente, se prosiguió con el cálculo de los múltiplos para cada una de las empresas seleccionadas como comparables con datos consolidados, datos a la misma

fecha que CCU, donde finalmente se utilizaron los promedios para calcular los múltiplos de la industria.

A continuación, se presentarán los múltiplos para las 4 empresas seleccionadas:

**Cuadro 18: Múltiplos de Viña Concha y Toro**

Viña Concha y Toro			
Tipo de Múltiplo	dic-22	dic-21	Promedio
Price-Earnings Ratio (PER)	9,07	9,80	9,44
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	8,91	8,19	8,55
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	11,49	10,12	10,81
Price to Book Equity (PBV)	1,05	1,47	1,26
Value to Book Ratio (VBR)	1,82	2,27	2,04
Price to Sales Ratio (PS)	0,92	1,17	1,04
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,38	1,61	1,50

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF de Viña Concha y Toro

**Cuadro 19: Múltiplos de Coca Cola Embonor**

Coca-Cola Embonor			
Tipo de Múltiplo	dic-22	dic-21	Promedio
Price-Earnings Ratio (PER)	7,70	5,73	6,71
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	5,21	4,72	4,97
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	7,29	6,51	6,90
Price to Book Equity (PBV)	1,37	1,16	1,26
Value to Book Ratio (VBR)	1,97	1,56	1,77
Price to Sales Ratio (PS)	0,60	0,53	0,57
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	0,83	0,81	0,82

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF de Coca Cola Embonor

**Cuadro 20: Múltiplos de Embotelladora Andina**

Embotelladora Andina			
Tipo de Múltiplo	dic-22	dic-21	Promedio
Price-Earnings Ratio (PER)	14,03	10,55	12,29
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	6,30	6,32	6,31
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	9,09	9,01	9,05
Price to Book Equity (PBV)	2,23	1,59	1,91
Value to Book Ratio (VBR)	1,58	1,65	1,61
Price to Sales Ratio (PS)	0,74	0,79	0,77
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,10	1,27	1,19

Fuente: Elaboración propia con información de EEFF Embotelladora Andina

**Cuadro 21: Múltiplos de Inbev**

Tipo de Múltiplo	Inbev		
	dic-22	dic-21	Promedio
Price-Earnings Ratio (PER)	20,34	25,99	23,16
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	8,53	9,22	8,87
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	11,51	12,59	12,05
Price to Book Equity (PBV)	1,15	1,23	1,19
Value to Book Ratio (VBR)	1,22	1,10	1,16
Price to Sales Ratio (PS)	1,68	1,79	1,74
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	2,89	3,43	3,16

Fuente: Elaboración propia de EEFF Inbev

Como se evidencia en el Cuadro 82, las empresas chilenas exhiben múltiplos promedio similares, a diferencia de las empresas internacionales como Inbev, que presenta múltiplos considerablemente más elevados. No obstante, es crucial considerar que los ingresos de CCU se centran en bebidas alcohólicas, específicamente en cervezas. Por ende, los múltiplos de empresas que se dedican de lleno a este sector, como Inbev, deben tener un peso mayor. Considerando las ponderaciones del Cuadro 39 (véase en 6.1 proyección Ingresos operacionales), se asigna un 58% a Inbev, un 35% de manera conjunta para Embotelladora Andina y Coca Cola Embonor, y el restante 7% para Concha y Toro, ponderaciones que fueron utilizadas para el cálculo del promedio de la industria.

**Cuadro 22: Múltiplos de la industria**

Tipo de Múltiplo Múltiplos	Promedio	Mediana
Price-Earnings Ratio (PER)	17,42	10,86
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	7,72	7,43
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	10,64	9,93
Price to Book Equity (PBV)	1,45	1,22
Value to Book Ratio (VBR)	1,60	1,38
Price to Sales Ratio (PS)	0,79	0,67
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,17	1,19

Fuente: Elaboración propia

Estos resultados son en base a la ponderación realizada a partir de los ingresos de CCU separados por categoría de producto, sin embargo, dado que los múltiplos más relevantes para este tipo de industria implican EBITDA, podría ser relevante incluir ponderadores calculados a partir de métricas de desempeño como sería EBITDA o

Utilidad. Desafortunadamente, sólo poseemos acceso a la información consolidada y no por categoría de producto, por lo que se decide obtener múltiplos ponderados en base a los ingresos.

### 5.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

Finalmente, para poder utilizar los múltiplos de la industria, necesitamos recaudar la información financiera relevante de CCU a marzo del 2023. Para ello, necesitamos información anual, por lo que toda la información que se expondrá será hasta marzo 2022, es decir, 12 meses hacia atrás:

**Cuadro 23: Información financiera CCU al 31 de marzo del 2023**

Datos CCU miles de pesos (M\$)	mar-23
Ganancia por acción	\$ 303
Efectivo y equivalentes	\$ 572.309.498
Deuda financiera	\$ 1.307.463.806
Otros pasivos financieros corrientes	\$ 177.129.196
Otros pasivos financieros no corrientes	\$ 1.130.334.610
EBIT	\$ 218.627.847
EBITDA	\$ 347.048.817
Ingresos	\$ 2.743.000.777
n° de acciones	369.502.872
Valor libro Patrimonio	\$ 1.392.273.541
Ingresos por acción	\$ 7

Fuente: Elaboración propia

Sobre la información financiera de CCU al 31 de marzo del 2023, se aplicarán los múltiplos para poder obtener el precio a la fecha de valoración. Obteniendo los siguientes precios, que varían de acuerdo con los múltiplos:

**Cuadro 24: Precio acción CCU**

Múltiplos	Valor de la empresa	Patrimonio	Precio
(PER)			\$ 5.278
(EV/EBITDA)	\$ 2.678.791.612,00	\$ 1.943.637.303.996,23	\$ 5.260
(EV/EBIT)	\$ 2.325.539.711,79	\$ 1.590.385.403.793,55	\$ 4.304
(PBV)		\$ 2.022.784.230,98	\$ 5.474
(VBR)		\$ 2.097.136.261.793,12	\$ 5.676
(PS)		\$ 2.174.003.907.547,01	\$ 5.884
(VS)	\$ 3.201.629.472,85	\$ 2.466.475.164.852,65	\$ 6.675
		<b>Minimo</b>	\$ <b>4.304</b>
		<b>Máximo</b>	\$ <b>6.675</b>
		<b>Promedio</b>	\$ <b>5.507</b>

Fuente: Elaboración propia

#### 5.4. Análisis de los resultados

De acuerdo, al análisis los precios oscilan entre \$4.304 y \$6.675, situándose dentro de rangos normales. No obstante, múltiplos relacionados a los ingresos como PS y VS, muestran gran sensibilidad a los ingresos del año, siendo más altos respecto a los demás.

Por otro lado, para una empresa que se desenvuelve en la industria de Alimentación y Tabaco, los múltiplos más confiables o representativos en este rubro, como PER y **EV/EBITDA**, de los cuales se obtuvo precios de \$5.278 y los \$5.260, respectivamente. En términos porcentuales, estos valores se ubican 16% por debajo del precio de mercado de CCU al 31 de marzo.

## ANEXOS.

### 1. Márgenes por segmentos:

- Chile:

Margenes MUF Chile	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Ingresos por ventas	40.252	41.127	42.750	50.922	47.659	13.540	39.375
Ut. Bruto	22.068	22.051	21.213	24.760	19.971	6.426	19.415
Operacional	7.352	7.080	6.008	8.439	4.465	2.274	5.936
EBITDA	9.643	9.422	8.420	10.797	6.465	2.769	7.919
Margen Bruto	34,11%	34,25%	33,20%	30,88%	25,86%	31,63%	31,66%
Margen operacional	11,36%	11,00%	9,40%	10,53%	5,78%	11,19%	9,88%
Margen EBITDA	14,91%	14,64%	13,18%	13,47%	8,37%	13,63%	13,03%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

- Negocios internacionales:

Margenes MUF Negocios internacionales	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Ingresos por ventas	17.555	16.407	13.857	21.875	22.288	5.479	16.244
Ut. Bruto	9.209	7.616	5.957	10.869	11.208	3.028	7.981
Operacional	9.662	694	-46	1.825	1.792	744	2.445
EBITDA	10.380	1.651	833	2.932	2.900	994	3.281
Margen Bruto	14,24%	11,83%	9,32%	13,56%	14,51%	14,90%	13,06%
Margen operacional	14,94%	1,08%	-0,07%	2,28%	2,32%	3,66%	4,03%
Margen EBITDA	16,05%	2,56%	1,30%	3,66%	3,76%	4,89%	5,37%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

- Vinos

Margenes MUF Vinos	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023	Promedio
Ingresos por ventas	7.492	7.500	8.091	8.442	8.440	1.461	6.904
Ut. Bruto	2.657	2.952	3.292	3.295	3.224	469	2.648
Operacional	822	1.006	1.085	1.087	1.112	12	854
EBITDA	1.110	1.353	1.483	1.474	1.483	97	1.163
Margen Bruto	4,11%	4,58%	5,15%	4,11%	4,18%	2,31%	4,07%
Margen operacional	1,27%	1,56%	1,70%	1,36%	1,44%	0,06%	1,23%
Margen EBITDA	1,72%	2,10%	2,32%	1,84%	1,89%	0,48%	1,72%

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

### 2. Crecimiento de cada año por segmentos creados

Grecimiento en %	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022	31-03-2023*	Promedio
Chile ASV	-0,42%	5,59%	24,20%	-10,33%	-5,61%	2,68%
Chile V	-2,25%	7,21%	2,36%	-1,51%	-25,60%	-3,96%
Chile NA	5,23%	0,44%	10,58%	-0,91%	-3,06%	2,46%
Arg ASV	-13,77%	-15,87%	76,89%	-2,83%	-8,01%	7,28%
Arg V	68,15%	19,26%	34,06%	17,20%	-49,01%	17,93%
Arg NA	-6,39%	-18,71%	61,51%	6,43%	-3,96%	7,78%
Bolivia A	116,73%	-4,66%	-17,47%	-15,99%	-18,77%	11,97%
Bolivia NA	129,98%	-9,62%	-23,45%	-8,91%	-13,33%	14,93%
Paraguay A	3,09%	-17,61%	18,29%	16,72%	-15,46%	1,01%
Paraguay NA	9,40%	-21,89%	9,72%	26,55%	-9,79%	2,80%
Uruguay A	-4,22%	8,32%	6,80%	14,90%	-1,29%	4,90%
Uruguay NA	1,64%	2,68%	-0,95%	24,58%	5,33%	6,66%
<b>Total</b>	<b>-0,48%</b>	<b>-0,74%</b>	<b>25,47%</b>	<b>-3,68%</b>	<b>-7,46%</b>	<b>2,62%</b>

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

### 3. Representación promedio primeros semestres sobre el total de ingresos

Porcentaje 1T respecto a 4T	2018	2019	2020	2021	2022	Prom
Chile	28%	27,70%	28,25%	25,56%	28,18%	27,54%
Negocios internacionales	28%	26,79%	31,84%	18,95%	24,77%	26,00%
Vinos	21%	21,98%	22,18%	23,00%	23,81%	22,36%
<b>Total</b>	<b>27%</b>	<b>26,82%</b>	<b>28,28%</b>	<b>23,52%</b>	<b>26,76%</b>	<b>26,49%</b>

Fuente: Elaboración propia con información EEFF

### 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.
- Banco Central. (2023). *Cuentas nacionales*. Obtenido de <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/estadisticas/cuentas-nacionales-anuales>

- Banco Mundial. (2023). *Crecimiento del PIB (% anual)*. Obtenido de [https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=CL&name\\_desc=false](https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=CL&name_desc=false)
- CCU. (2023). *Memoria Anual 2022*. Obtenido de [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=8c6b7451691d15c5c1ab3c632d3e9b01VFdwQmVVMTZRWHTBOUkVWNIRVUm5ORTFuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692583016](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=8c6b7451691d15c5c1ab3c632d3e9b01VFdwQmVVMTZRWHTBOUkVWNIRVUm5ORTFuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692583016)
- CCU. (2022). *Memoria Anual 2021*. Obtenido de [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=c78f21bca18cabd3ca29d6e8a975e26eVFdwQmVVMXFRWHBOUkVWNFRrUkZkMDFSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692724810](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=c78f21bca18cabd3ca29d6e8a975e26eVFdwQmVVMXFRWHBOUkVWNFRrUkZkMDFSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692724810)
- CCU. (2021). *Memoria Anual 2020*. Obtenido de [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=292405cc5898d9d270076a7e81f15f23VFdwQmVVMVVRWHBOUkVWNFRucE5IVTFSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692724887](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=292405cc5898d9d270076a7e81f15f23VFdwQmVVMVVRWHBOUkVWNFRucE5IVTFSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692724887)
- CCU. (2020). *Memoria Anual 2019*. Obtenido de: [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=d84ea73f5c7daf0a519787f6ce139a1cVFdwQmVVMUVRWHBOUkVFeVRucGpOVTFuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692724917](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=d84ea73f5c7daf0a519787f6ce139a1cVFdwQmVVMUVRWHBOUkVFeVRucGpOVTFuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692724917)
- CCU. (2019). *Memoria Anual 2018*. Obtenido de: [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=6f3fb9916d51fc439034d0d2bb151dd1VFdwQmVFOVVRVE5OUkVWNFRXcHJIRTICUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692724965](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=6f3fb9916d51fc439034d0d2bb151dd1VFdwQmVFOVVRVE5OUkVWNFRXcHJIRTICUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692724965)
- Centro de investigación en finanzas. (marzo de 2023). *ÍNDICE DE CONFIANZA DEL*. Obtenido de: [https://www.utdt.edu/ver\\_contenido.php?id\\_contenido=2575&id\\_item\\_menu=4982](https://www.utdt.edu/ver_contenido.php?id_contenido=2575&id_item_menu=4982)
- Coca Cola Embonor. (2023). *Memoria Anual 2022*. Obtenido de [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=fd6ef7ca796a298e20bfb1e0e7db1b9VFdwQmVVMTZRVEJOUkVVd1QwUlpIRTEzUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692581992](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=fd6ef7ca796a298e20bfb1e0e7db1b9VFdwQmVVMTZRVEJOUkVVd1QwUlpIRTEzUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692581992)

- DATOSMACRO. (2023). *IPC CHILE*. Obtenido de <https://datosmacro.expansion.com/ipc-paises/chile?sector=Bebidas+alcohol%C3%B3licas+y+tabaco&sc=IPC-ByT>
- DIPRES. (12 de Julio de 2023). *Finanzas Públicas del segundo trimestre de 2023*. Obtenido de [https://www.dipres.gob.cl/598/articulos-313244\\_doc2\\_pdf.pdf](https://www.dipres.gob.cl/598/articulos-313244_doc2_pdf.pdf)
- CCU. (2023). *Memoria Anual 2022*. Obtenido de [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sqd.php?s567=8c6b7451691d15c5c1ab3c632d3e9b01VFdwQmVVMtZRWHBOUkVWNIRVUm5ORTFuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692583016](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sqd.php?s567=8c6b7451691d15c5c1ab3c632d3e9b01VFdwQmVVMtZRWHBOUkVWNIRVUm5ORTFuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692583016)
- Coca Cola Embonor. (2023). *Memoria Anual 2022*. Obtenido de [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sqd.php?s567=fd6ef7ca796a298e20bfb1e0e7db1b9VFdwQmVVMtZRVEJOUkVVd1QwUlpIRTEzUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692581992](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sqd.php?s567=fd6ef7ca796a298e20bfb1e0e7db1b9VFdwQmVVMtZRVEJOUkVVd1QwUlpIRTEzUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692581992)
- DATOSMACRO. (2023). *IPC CHILE*. Obtenido de <https://datosmacro.expansion.com/ipc-paises/chile?sector=Bebidas+alcohol%C3%B3licas+y+tabaco&sc=IPC-ByT>
- DIPRES. (12 de Julio de 2023). *Finanzas Públicas del segundo trimestre de 2023*. Obtenido de [https://www.dipres.gob.cl/598/articulos-313244\\_doc2\\_pdf.pdf](https://www.dipres.gob.cl/598/articulos-313244_doc2_pdf.pdf)
- INDEC. (2023). *Agregados macroeconómicos (PIB)*. Obtenido de <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-9-47>
- Embotelladora Andina. (2023). *Memoria Aual 2022*. Obtenido de [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sqd.php?s567=e368602d465d1527b21094895db72788VFdwQmVVMtZRWHBOUkVWNIRrUm5IRTEzUFQwPQ=&secuencia=-1&t=1692582196](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sqd.php?s567=e368602d465d1527b21094895db72788VFdwQmVVMtZRWHBOUkVWNIRrUm5IRTEzUFQwPQ=&secuencia=-1&t=1692582196)
- El mostrador. (7 de diciembre de 2021). *El mercado de bebidas sin alcohol sigue creciendo y se posiciona como una nueva tendencia*. Obtenido de <https://www.elmostrador.cl/generacion-m/2021/12/07/el-mercado-de-bebidas-sin-alcohol-sigue-creciendo-y-se-posiciona-como-una-nueva-tendencia/>
- El Mostrador. (12 de mayo de 2021). *El pisco logra importantes avances en su reconocimiento, protección y promoción internacional*. Obtenido de <https://www.elmostrador.cl/generacion-m/2021/05/12/el-pisco-logra-importantes-avances-en-su-reconocimiento-proteccion-y-promocion-internacional/>

- IPE . (19 de Marzo de 2023). *Índice de Confianza del Consumidor se mantiene en zona de optimismo a febrero*. Obtenido de [https://equipos.com.uy/wp-content/uploads/2023/05/Indice-de-Confianza-del-Consumidor\\_Abril-de-2023.pdf](https://equipos.com.uy/wp-content/uploads/2023/05/Indice-de-Confianza-del-Consumidor_Abril-de-2023.pdf)
- IPSOS. (Marzo de 2023). *IPSOS CCI: CONSUMER CONFIDENCE INDEX* . Obtenido de <https://www.ipsos.com/sites/default/files/ct/news/documents/2023-05/IPSOS%20CCI%20-%20MARZO%202023.pdf>
- UCU BUSINESS SCHOOL. (Abril de 2023). *ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC) – ABRIL 2023*. Obtenido de [https://equipos.com.uy/wp-content/uploads/2023/05/Indice-de-Confianza-del-Consumidor\\_Abril-de-2023.pdf](https://equipos.com.uy/wp-content/uploads/2023/05/Indice-de-Confianza-del-Consumidor_Abril-de-2023.pdf)
- Viña Concha y Toro. (2023). *Memoria Anual 2022*. Obtenido de [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sqd.php?s567=8a3461c00f401995b066bfb7bb878186VFdwQmVVMtZRVEJOUkVVeFRrUm5OVTFSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692584178](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sqd.php?s567=8a3461c00f401995b066bfb7bb878186VFdwQmVVMtZRVEJOUkVVeFRrUm5OVTFSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1692584178)
- Yahoo Finance. (2023). *Datos Históricos*. Obtenido de <https://es.finance.yahoo.com/quote/CCU.SN/history?p=CCU.SN>
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Maqueira 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.
- CCU (2019). Estados financieros consolidados, correspondientes al ejercicio al 31 de diciembre de 2018. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90413000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABY8AAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- CCU (2020). Estados financieros consolidados, correspondientes al ejercicio al 31 de diciembre de 2019. Disponible en:

<https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90413000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABY8AAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>

- CCU (2021). Estados financieros consolidados, correspondientes al ejercicio al 31 de diciembre de 2020. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90413000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABY8AAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- CCU (2022). Estados financieros consolidados, correspondientes al ejercicio al 31 de diciembre de 2021. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90413000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABY8AAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- CCU (2023). Estados financieros consolidados, correspondientes al ejercicio al 31 de diciembre de 2022. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90413000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABY8AAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- CCU (2023). Estados financieros consolidados, correspondientes al ejercicio al 31 de marzo de 2023. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=90413000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&row=AAAwy2ACTAAABY8AAF&vig=VI&control=svs&pestanía=3>
- Diario Financiero (2004). Betas, betas... y más betas: Metodologías de estimación del riesgo. Disponible en: <https://valoracionproyectos.angelfire.com/betasyumasbetas.pdf>
- CCU (2023). Conócenos. Disponible en: <https://www.ccu.cl/conocenos/>
- ODEPA. (2023). *PIB por clase de actividad económica*. Obtenido de <https://www.odepa.gob.cl/pib-por-clase-de-actividad-economica>